



Prezados Investidores e Amigos,

Em março de 2012 tomei a decisão de fundar a Luminus. Não era a primeira vez que seria um empresário, mas era um desafio muito diverso daqueles aos quais eu estava acostumado, pois iniciava um negócio do zero. Alguns de vocês já se viram nessa situação e sabem das dificuldades que todo empreendedor enfrenta no Brasil.

Assim, apesar da ainda curta trajetória, gerir a Luminus tem sido uma experiência engrandecedora, não apenas profissionalmente, mas também do ponto de vista pessoal. E isso foi amplificado enormemente em outubro do ano passado, quando me tornei controlador da empresa com 89% de participação. Se por um lado o desafio se tornou ainda maior, por outro me vi com o privilégio de conduzir a minha empresa exatamente da forma como gostaria (meus sócios minoritários são estratégicos e delegam a mim as decisões diárias). Dessa forma, passado um período inicial de “arrumação da casa”, senti a necessidade de escrever uma carta aos investidores, clientes e amigos que acompanham o meu trabalho. Não será a primeira carta da Luminus, mas será a primeira carta que escrevo sozinho e, conforme mencionado acima, será a pioneira dessa nova fase. Assim, gostaria de abordar o investimento em ações e os princípios e fundamentos que balizam o meu trabalho.

Mas, afinal, o que é investir em Ações?

Gostaria de compartilhar como encaro, do ponto de vista de um gestor, o investimento em ações. De saída já quero fazer uma correção: considero que investimos em empresas e não em ações. Na verdade as ações são pequenos pedaços das empresas os quais são negociados num mercado - a “Bolsa”. Para ser sincero, não aprecio o termo “investir na Bolsa”, pois esta representa apenas um mercado que nos oferece uma variedade de produtos, sendo alguns deles bons, outros poucos excelentes e vários de qualidade duvidosa. Portanto, tão importante quanto entender sobre a qualidade desses produtos é saber o preço certo a pagar por eles.

Assim como nas empresas de capital fechado, o primeiro passo para se investir numa empresa de capital aberto é estudar o fundamento do negócio no qual ela está envolvida. Portanto, a tarefa inicial é entender a atividade da companhia, saber qual é o produto vendido ou serviço prestado, compreender o mercado no qual está inserida, estudar seus concorrentes e o ambiente competitivo que os envolve. Saber sobre as pessoas que compõem seu *management* (diretores e membros do conselho de administração) também é essencial.

Analisar números também é parte muito importante do trabalho e, dessa forma, sempre me debruço sobre os demonstrativos financeiros da empresa-alvo. Mas há pouco uso no simples cálculo de margens e retornos obtidos pela empresa. O mais importante é entender o que motiva esses números serem altos ou baixos e se tais índices são sustentáveis no longo prazo.

Como é de se imaginar, faço muita “lição de casa”, estudando relatórios de resultados trimestrais divulgados pela empresa-alvo e suas concorrentes, ouvindo os *conference-calls* quando estes mesmos resultados são emitidos, lendo matérias veiculadas na imprensa e me dedicando às análises quantitativas acima mencionadas. No entanto, isso não basta. Para que a tarefa seja completa é primordial debater com a própria empresa os pontos mais relevantes. Portanto,



vou pessoalmente às empresas analisadas e converso com os profissionais da área de Relação com Investidores, pois só dessa forma a análise terá a profundidade necessária.

Mas, mesmo após a conclusão de todas estas etapas a análise não está completa. Até agora só mencionei estudos sobre dados, fatos e características da empresa. Contudo, para que a decisão de investimento seja concluída precisamos relacionar essas informações com o preço a ser pago pela empresa. Em outras palavras, o preço do *business* é atraente? A melhor forma de se responder essa pergunta é dizer que sou um *value investor* e é sob essa ótica que relaciono preço e qualidade de um negócio.

Meu entendimento sobre *Value Investing*

Muitos de vocês já leram e ouviram falar sobre alguns *value investors* e sobre os fantásticos resultados obtidos por eles ao longo de suas carreiras. Exemplos comumente citados são Warren Buffett, Benjamin Graham, David Dodd, Mario Gabelli, Bill Ruane, Seth Klarman, Walter Schloss, Philip Fisher. Cada um deles praticou *value investing* a sua moda, investindo em áreas e empresas nas quais se sentiam mais confortáveis. Da mesma forma, considero que a minha maneira de praticar *value investing* tem suas particularidades.

No entanto, apesar de diferenças de abordagem, existe um princípio basilar que nos une: somos gestores muito conservadores (talvez seja um pouco de presunção me equiparar com gestores tão renomados, mas gostaria de ser enfático ao abordar a questão do conservadorismo). Nesse sentido, minha missão número um enquanto gestor é preservar o capital dos investidores. Assim, o grande objetivo do processo de análise é chegar à conclusão se a empresa investigada é um investimento que oferece a proteção necessária ao capital dos cotistas.

Com o objetivo de preservar o capital investido, a empresa analisada deve possuir um valor intrínseco (o valor justo do negócio) bem superior ao preço negociado no mercado. Esta diferença chamamos de margem de segurança. Quanto maior a margem de segurança, mais sólido é o caso de investimento. *Value Investing* é receber mais valor pelo capital investido.

Isto posto, fica a dúvida: como determinar o valor intrínseco de um negócio? Há variadas formas de se executar essa tarefa, no entanto, me ateno a duas categorias de empresas e duas formas de se encontrar esse valor ¹.

A primeira categoria é a de *asset based investing* (ou investimento baseado nos ativos, numa grosseira tradução). Essa é a maneira mais “óbvia” de investimento, pois tipicamente é a empresa cujo ativo tangível líquido (ativo tangível menos o passivo) é bem superior ao valor pelo qual está sendo negociada no mercado. Geralmente são empresas que possuem quantidades expressivas de ativo tangível de fácil identificação. Nesses casos a análise está concentrada no balanço patrimonial e é mais focada nos números da empresa do que na estratégia de negócios da companhia. Para o gestor é muito importante entender como o *management* pode “destravar” o valor da empresa. Ou seja, o que o *management* pode fazer para deixar explícito ao mercado que há uma grande diferença entre valor justo do negócio e o preço pelo qual ele é negociado.

¹ Os conceitos sobre *asset based investing* e *franchise investing* são amplamente debatidos no livro “*Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*” dos autores Bruce C. N. Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin e Michael van Biema, cuja leitura eu recomendo.



A segunda categoria é o *franchise investing* (prefiro deixar em inglês, pois, na minha opinião, não existe uma adequada tradução para esse termo). Uma empresa dessa categoria possui um valor intrínseco superior ao valor do seu ativo tangível líquido. Essa diferença é conhecida como *franchise value*.

Para ter *franchise*, uma empresa deve apresentar vantagens competitivas em seu mercado de atuação, permitindo que obtenha resultados operacionais e financeiros superiores aos de seus concorrentes. Por exemplo, uma empresa pode desfrutar de uma vantagem competitiva por ter acesso a matéria-prima (de custo inferior) a qual não está ao alcance dos seus concorrentes. Ou então, possuir uma patente para produzir ou comercializar um produto. Ou ainda possuir uma rede de distribuição vasta e capilarizada que seja de difícil reprodução.

Um novo concorrente que queira entrar no mercado de uma empresa que já possua vantagens competitivas terá enorme dificuldade de ter sucesso e apurará margens muito mais modestas (ou negativas). A essa dificuldade dá-se o nome de barreira à entrada. Quanto mais sustentável no longo prazo forem as vantagens competitivas, maior será a barreira à entrada para novos concorrentes. Quanto maior for a barreira à entrada, maior será o *franchise value*.

Na análise desse tipo de investimento me dedico a entender o posicionamento estratégico da empresa, determinar se de fato há uma vantagem competitiva, estudar o quão sólida é a barreira à entrada e investigar como a concorrência tem atuado para tentar transpor essa barreira.

Uma companhia que consegue crescer dentro do seu *franchise* (partindo-se do princípio que ele de fato exista) é capaz de gerar uma enorme quantidade de valor para seus acionistas.

Em *franchise investing* o valor do ativo tangível líquido tem pouco significado e o mais importante é entender os fatores que influenciam na geração de caixa da empresa e analisar o seu demonstrativo de resultados. Considero que a forma mais produtiva para se determinar o valor intrínseco para essa categoria de empresa é calcular o quanto que um concorrente deveria investir para conseguir ter uma participação de mercado e uma rentabilidade igual àquela da empresa-alvo que estamos analisando. Evidente que esse exercício demanda uma série de pressuposições, mas ao mesmo tempo esse é um processo que exige que eu estude exaustivamente a empresa e entenda profundamente seus fundamentos e os da indústria em que ela está inserida.

Independente da categoria que a empresa analisada se enquadre (*asset* ou *franchise*), a margem de segurança deve ser considerável. Geralmente exijo uma diferença mínima em torno de 30% entre valor intrínseco e preço de mercado, mas essa condição pode flutuar um pouco em função das características da empresa e das condições de mercado. No entanto, apenas “estar barata” não basta para que uma empresa seja selecionada para fazer parte do portfólio, pois as questões qualitativas são tão, ou ainda mais importantes, do que a análise quantitativa.

Acho importante salientar que a análise de uma empresa não produz uma resposta final absoluta. Tendo em vista a grande quantidade de variáveis e informações que são analisadas ao longo do processo de “entendimento” da empresa, considero que desenvolvo uma tese de investimento. Para dar início ao cálculo da margem de segurança necessito das informações qualitativas coletadas no processo inicial de análise, pois essas são as premissas para a projeção dos valores a serem utilizados nesse cálculo. Ou seja, as relações de causa e consequência que existem entre as questões qualitativas e quantitativas da análise constituem uma verdadeira tese de investimento.

Caso uma empresa atenda a todas as exigências do processo de análise e passe a fazer parte da carteira do fundo, passo a acompanhar o desempenho operacional e financeiro da mesma, mantendo as interações com sua área de Relação



com Investidores. Em outras palavras, acompanho para verificar se a minha tese de investimento está se concretizando. Nesse sentido, o verdadeiro risco em todo o processo de análise está na empresa não entregar os resultados esperados e a tese de investimentos não se concretizar. Em outras palavras, o risco está na tese de investimentos estar equivocada.

Por esse motivo é muito importante buscar casos nos quais exista uma margem de segurança considerável (confesso que isso é quase uma obsessão para mim). A margem de segurança não garante que o investimento seja bem sucedido, mas minimiza perdas caso a tese esteja equivocada.

Uma característica importante da tese de investimentos é que ela pode mudar com o tempo. Os resultados entregues pela empresa podem ser além ou aquém das expectativas e o ambiente competitivo no qual ela está inserida pode apresentar dinamismo. Além disso, o preço da ação varia, implicando num aumento ou diminuição da margem de segurança.

Também é muito importante saber retirar uma empresa do portfólio. Isso pode acontecer por dois motivos. O primeiro, e desejado, é quando a tese de investimento se concretiza, o preço da ação sobe e a margem de segurança se estreita, o que torna a manutenção da empresa na carteira arriscada. O outro motivo é quando se chega à conclusão de que a tese de investimento está equivocada e que a margem de segurança inicialmente imaginada é muito menor do que aquela demonstrada pelos resultados operacionais entregues com o passar do tempo. Nesse caso, há a necessidade de ter humildade, admitir o erro e desfazer-se da empresa.

Por fim, se uma tese de investimento está correta e existe margem de segurança suficiente, as chances de o investimento ser bem sucedido são enormes.

Mais alguns pontos sobre a filosofia de investimentos

Abaixo discorro sobre mais alguns pontos relevantes a respeito da filosofia de investimento que complementam a explicação acima.

1. O investimento busca entregar resultados no longo prazo

Conforme comentado anteriormente, investimos em empresas e não em ações. Nenhum empresário faz o investimento num negócio com o objetivo de vendê-lo na semana seguinte ou no próximo mês. Ao contrário, o investimento é realizado sabendo-se que sua maturação exige tempo, em alguns casos, anos. Ajo de forma semelhante. A concretização da tese de investimento também demanda tempo e algumas empresas podem permanecer na carteira por longo período, muitas vezes, por mais de ano.

2. A carteira do fundo é concentrada

São dois os motivos que justificam a concentração. O primeiro é que, na minha opinião, o simples aumento do número de empresas na carteira não necessariamente diminui o risco. Ao contrário, muitas vezes os nomes inclusos com o objetivo de “diluir o risco” possuem tese de investimento fraca, com a qual não concordo. Ou, então, não apresentam a margem de segurança adequada.

Busco ter entre 6 e 10 empresas na carteira do fundo. Acredito que essa quantidade de ações traz a diversificação adequada. Mais importante do que o número de empresas que constituem a carteira é entender os vetores que



impulsionam o crescimento dessas empresas. Portanto, um portfólio com 20 nomes, mas que tenha os mesmos vetores de crescimento, pode representar mais risco ao investidor do que uma carteira que seja composta por um número bem menor de empresas as quais possuam vetores diversos entre elas.

3. Baixo giro na carteira

Tendo em vista todos os conceitos explicados até o momento, acho que não é surpresa o fato da carteira apresentar baixo giro. Como abordado no item 1 (longo prazo), as teses de investimento demandam tempo para se materializarem e, por esse motivo, as empresas permanecem por períodos relativamente longos na carteira.

4. Volatilidade não é risco, mas apenas variação no preço dos ativos

Partindo do princípio que invisto em empresas e que o foco é o fundamento das mesmas, a volatilidade não representa risco ao investimento. A variação mais brusca no preço do ativo não torna a tese de investimento mais ou menos sólida. No entanto, se o preço muda, também muda a margem de segurança. Assim, a volatilidade pode proporcionar oportunidades de compra ou venda.

5. Uma boa empresa não necessariamente é um bom investimento

Desculpem-me pela repetição, mas para que uma tese de investimento seja sólida há necessidade de existir uma boa margem de segurança. Existem algumas empresas que são verdadeiras pérolas, cujos fundamentos realmente me seduzem, mas que atualmente estão “caras” (rapidamente me recordo de uns 4 ou 5 casos como esse). Comprar uma empresa dessas seria incorrer em risco.

6. Círculo de Competência

Warren Buffett diz que apenas investe em negócios que estejam dentro do seu círculo de competência (o termo em inglês é *circle of competence*; a tradução para círculo de competência é ruim, mas não consigo pensar em nada melhor). Ele quer dizer que busca empresas cujos fundamentos ele consiga entender. Além disso, ele afirma que mais importante do que o tamanho desse círculo é saber onde está sua fronteira, pois isso permite que ele conheça até onde está sua limitação.

Concordo plenamente e pratico essa filosofia, sabendo que alguns negócios estão além da minha área de conforto e que, portanto, não entrarão no portfólio do fundo.

7. Cuidado com as empresas “baratas”, porém ruins

Eventualmente me deparo com uma empresa que aparenta possuir uma margem de segurança adequada. Muitas vezes essa margem é muito convidativa. No entanto, ao se fazer uma análise mais profunda constato que os fundamentos são fracos. Nesse caso, a tese de investimento não se sustenta e a margem de segurança que se imaginava alta é, na verdade, muito estreita ou até negativa. Ou seja, uma empresa que é ruim está “barata” exatamente por este motivo.



Acho importante ressaltar que a parte mais relevante da análise é o entendimento das questões qualitativas da empresa. O trabalho quantitativo não deixa de ser importante, mas serve para confirmar, ou não, a tese de investimento.

8. A importância do Caixa

Chamo de caixa a parcela da carteira a qual não está comprada em ações e está investida em títulos de renda fixa (predominantemente títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional) de baixíssimo risco, pós fixados e remunerados pelo CDI.

Ter caixa é muito importante, pois permite ao gestor do fundo a opção de comprar empresas de qualidade pelo preço certo, na hora certa. Essa possibilidade é uma vantagem de valor quase incalculável. Em outras palavras, no momento de stress de mercado, aquele gestor que possuir caixa poderá fazer compras de ativos por preços fantásticos.

Desta forma, acredito que serão muito raros os momentos nos quais o caixa mínimo do fundo seja inferior a 10% do seu patrimônio.

9. Contrarian Investing

O *contrarian* é aquele que busca obter ganhos investindo no sentido oposto ao consenso de mercado. Tipicamente, o *contrarian* está comprando quando os preços estão caindo e está vendendo quando o mercado apresenta fortes altas.

Os *value investors* apresentam forte tendência de *contrarian*. E a explicação para isso é simples. Quando os preços caem muito as margens de segurança aumentam, tornando os ativos muito atrativos. Já quando os preços sobem de forma acentuada, as margens de segurança diminuem, tornando o investimento arriscado.

Para ser bem sucedido nessa estratégia são necessários três fatores: convicção na tese de investimento, disciplina para se ater a essa convicção e, sobretudo, coragem.

10. Investir não é uma ciência exata

Comentei anteriormente a necessidade de se inferir o valor intrínseco de uma empresa para verificar a existência de margem de segurança no investimento. No entanto, ao contrário da impressão que eu possa ter transmitido, o valor intrínseco encontrado não é exato, mas uma ideia se a empresa apresenta a segurança adequada.

Para executar o cálculo parto de muitas premissas e projeções, as quais podem estar equivocadas (de qualquer forma, sou sempre muito conservador nas minhas estimativas). Assim, quando obtenho um resultado para o valor intrínseco de uma empresa isso serve mais como uma referência do que um rígido objetivo de preço a ser alcançado pela ação.

Benjamin Graham, o pai do *value investing*, dizia que o objetivo de um gestor não é determinar o preço de uma empresa, mas sim se certificar que exista uma margem respeitável entre o valor recebido e o preço pago pelo investimento. E é exatamente isto que eu pratico.



11. Disciplina e Paciência

Considero que essas duas qualidades são as mais importantes dentre aquelas que o gestor deva ter. Disciplina é fundamental para que se pratique a filosofia de investimentos descrita acima, fazendo com que a emoção tenha papel irrelevante na tomada de decisão.

Todo *value investor* tem que ter (muita) paciência. Inúmeras vezes me deparo com empresas que possuem todas as características qualitativas desejadas, mas que não estão pelo preço correto. Nesse caso o remédio é esperar e continuar acompanhando os resultados operacionais da empresa.

Todas as vezes que não respeitei esses dois princípios, apurei prejuízo.

Palavras Finais

Toda a filosofia descrita acima norteou a minha gestão do FIA Superbo (inicialmente Clube de Investimento Superbo) desde o início das atividades, em abril de 2010. Acredito que minha disciplina em segui-la foi a grande responsável pelos bons resultados atingidos neste período.

Gostaria de ressaltar o meu comprometimento com a gestão do fundo e minha crença de que a filosofia de investimento adotada pode entregar resultados significativos no longo prazo. Não só sou o segundo maior cotista do fundo, como uma parcela muito relevante do meu patrimônio está investida no FIA Superbo.

Desta forma, enxergo que tenho dois papéis na relação com os demais cotistas do fundo. O primeiro (e, muito provavelmente, mais importante) é o de sócio, uma vez que assim como o deles, meu patrimônio irá crescer à medida que as cotas do fundo se valorizarem. O segundo papel é o de contratado, pois fui eu o escolhido por eles para gerir uma parcela de seus patrimônios. Acredito que a dualidade dessa relação é mutuamente benéfica.

Muito obrigado e um forte abraço,

Rodrigo Kretly Boselli, CFA

rboselli@luminuscapital.com.br

Campinas, 10 de Abril de 2014