

“Remember that you are a Black Swan.”

Nassim Nicholas Taleb
Author of “The Black Swan”

O Fundo EAC fechou o 1º trimestre de 2019 com uma rentabilidade acumulada no ano de 8,01% frente a uma alta de 8,56% do IBOVESPA.

Rentabilidade Fundo EAC														
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado no Ano
2019	EAC	8,04%	-0,72%	0,69%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,01%
	IBOV	10,82%	-1,86%	-0,18%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,56%

Rentabilidade da cota considerando a incorporação dos proventos distribuídos diretamente aos cotistas do fundo. A partir de 01/04/2016 os proventos passaram a ser pagos diretamente para o Fundo.

* Início em 31/05/2013

Há algum tempo temos destacado nossa visão sobre um novo ambiente para os investimentos no Brasil. Desde o Plano Real e até bem recentemente, vivenciamos um ambiente de política fiscal frouxa contraposta por uma política monetária apertada. A nova conjuntura oferece potencialmente uma mudança em relação aos últimos 25 anos, com impactos significativos na performance dos ativos e estruturação dos portfólios.

Sob este novo paradigma, acreditamos que poderemos ter uma política fiscal mais apertada e uma política monetária mais solta. Esta nova realidade, somada à eliminação de distorções como por exemplo da TJLP, poderá levar os ativos brasileiros a um comportamento diferente dos vivenciados nas últimas décadas.

Com juros baixos, eventualmente abaixo do patamar atual de 6,5% a.a., e com uma estrutura de juros a termo mais inclinada, as empresas negociadas em Bolsa se transformarão em uma excelente oportunidade de remuneração de capital. Nesta linha de raciocínio, o câmbio poderá se desvalorizar acima das expectativas e se tornar um dos piores ativos comparativamente.

No primeiro trimestre deste ano, apesar da volatilidade existente em função da dificuldade de articulação política do novo governo, vimos que os ativos locais continuaram se comportando de acordo com a nova política econômica liberal, comandada pela excelente equipe do ministro Paulo Guedes e de outros ministros da área econômica e que já comentamos detalhadamente nas cartas anteriores.

Sobre o ambiente político, os ruídos são intensos e estão sendo marcados pela inexperiência, por uma discussão ideológica inócua e por uma nova forma de negociação com o Congresso imposta pelo Presidente Jair Bolsonaro. Entretanto, acreditamos que a classe política sabe da importância de se aprovar a Reforma da Previdência ainda este ano para termos a volta da confiança e do crescimento econômico. Vemos que o Congresso está em um embate de poder com o Executivo, pois os parlamentares querem moeda de troca ou o protagonismo das conquistas. A não aprovação da Previdência não é benéfica nem para a oposição, pois nenhum parlamentar quer ser o responsável pelo caos econômico em que o País poderá entrar caso o déficit fiscal não seja endereçado. O principal risco que mensuramos aqui é a magnitude da economia gerada pela Reforma que, se for muito desidratada, poderá não trazer o benefício necessário para o País.



Diante desse cenário pautamos a gestão do fundo com base na visão da nova matriz econômica e nos benefícios que as empresas poderão ter com esta nova dinâmica, porém estamos muito atentos ao risco do portfólio e para tal nos dedicamos também à gestão do risco e à estruturação de hedges para controlar a exposição do fundo.

Terminamos o trimestre com uma exposição líquida em empresas locais ao redor de 80%. Diminuímos nossa posição em Itaúsa, B3, Linx e zeramos Natura. Em contrapartida aumentamos marginalmente nosso investimento em M.Dias Branco e Hypera. Iniciamos uma nova posição, ainda pequena, no segmento de saúde, no Grupo Hapvida, um grupo empresarial brasileiro sediado em Fortaleza no Ceará, fundado em 1993 pelo médico Cândido Pinheiro, que é hoje o maior operador de planos de saúde do Norte e Nordeste brasileiro, e o terceiro maior do país em beneficiários, através do Hapvida Saúde. Voltamos também a comprar proteção na bolsa americana, especificamente no S&P500 em função da volatilidade ter voltado a atingir níveis baixíssimos e de existir oportunidades de compras de hedges a custos bem atraentes.

O destaque do trimestre foi nosso aumento na posição de Sinqia (antiga Senior Solution) que passou a ser a maior posição do fundo. Com este aumento, somos hoje o segundo maior acionista da companhia. Já escrevemos uma carta de gestão sobre nosso investimento na empresa, mas vale lembrar alguns pontos.

Somos acionistas da empresa desde seu IPO em 2013 e ao longo desses 6 anos estamos extremamente satisfeitos com as conquistas e resultados alcançados. Nesse período, a Sinqia conseguiu entregar todo plano de aquisições planejado na época do IPO e se tornou a principal consolidadora do setor de softwares para o mercado financeiro, passando de uma receita de R\$ 46 milhões em 2012 para R\$ 180 milhões em 2019, o que implica crescimento médio de 21,50% ao ano. Não por coincidência, o retorno anualizado de quem investiu no IPO foi 22,45% a.a.

A primeira fase do plano de consolidação foi executada de forma muito disciplinada pelos fundadores e principais executivos da empresa, com foco principalmente na disciplina de capital e estratégica. Quando analisamos empresas que têm planos de consolidação em seus setores, nosso principal receio é a forma como a consolidação via M&A pode ser executada e o consequente aumento de risco do negócio. Muitas vezes, na ânsia de cumprirem suas metas de crescimento, estas empresa podem pagar caro pelas empresas adquiridas, ou pior ainda, podem comprar empresas com pouca sinergia de custos ou de produtos. Este risco já foi totalmente mitigado na Sinqia.

Em nosso processo de investimento, entendemos que só conhecemos profundamente uma empresa e um determinado setor com o tempo de acompanhamento e, os 6 anos que investimos na Sinqia, além de nosso conhecimento de mais de 20 anos do setor de tecnologia para a vertical financeira, nos dá tranquilidade para aumentar nossa posição nesse momento. Vemos que a Sinqia é líder de mercado com apenas 4% de *market share*, ou seja, um mercado ainda muito pulverizado e cheio de oportunidades. Outro ponto importante é o management da empresa, que já demonstrou ser extremamente competente na primeira fase de consolidação, são muito alinhados com o sucesso da empresa e possuem parte importante de seus patrimônios pessoais como acionistas relevantes. Continuamos a enxergar opções de negócios excelentes e geração de valor nesse próximo ciclo de crescimento da empresa.



Setor	%NET
Alimentos e Bebidas	4,94%
Bancos	7,13%
Seguros	5,40%
Bens de Capital, Máquinas e Equipamentos	4,41%
Consumo Discricionario	12,38%
Media, Tecno e Telec	14,94%
Papel e Celulose	5,48%
Petro Quimico e Combustiveis	1,20%
Real Estate	3,93%
Saúde	2,21%
Servicos Financeiros	4,09%
Siderurgia	12,12%

Exposição por Ativo	
Tipo	Exposição
Empresas Locais	82,23%
Empresas Estrangeiras	-
Dólar	3,78%
Hedge IBOV/Single Name	(0,91%)
Hedge S&P	(1,42%)

GESTÃO DE HEDGES

Em diversas ocasiões falamos sobre gestão de risco e a compra de proteções. Realmente, somos muito preocupados com a gestão de risco e com a possibilidade de perda permanente de capital. Normalmente as pessoas enxergam que risco é a volatilidade do investimento, mas para nós, ela só é um risco de fato em alguns casos específicos.

Por esse motivo, decidimos dedicar nesta carta um pouco mais de informações sobre como fazemos a gestão de hedge do nosso fundo.

Hedge para a SFA é a compra de um “seguro”. Sim isso mesmo, simples assim. Apesar da simplicidade da definição, há por trás dela, uma valiosa ferramenta que nos auxilia na execução da nossa filosofia de investimentos.

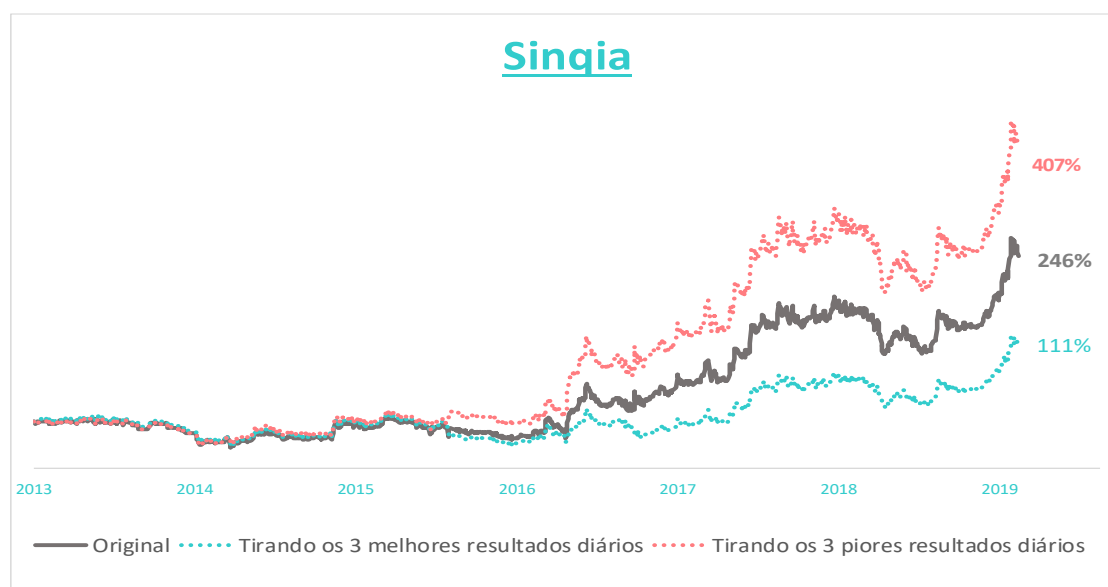
A maioria dos investidores de ações no Brasil se consideram *Value Investors* e seguidores de Benjamim Graham e Warren Buffet. Apesar de não gostarmos muito de rótulos e definições generalistas, podemos dizer que não nos consideramos *Value Investors* puros. Nos identificamos mais com a visão de Charlie Munger e Warren Buffet pós criação da Berkshire Hathaway, onde investimos muito tempo tentando encontrar empresas realmente excepcionais a preços justos, com o objetivo de sermos acionistas por longo tempo e enquanto entendermos que ela irá gerar valor. Ressaltamos que esta preferência não elimina a possibilidade de fazermos investimentos baseados também na distorção de preço e valor intrínseco.

Uma outra filosofia que nos identificamos, mas que é muito pouco mencionada pelos investidores de ações é a do famoso **Nassim Nicholas Taleb**, professor do Instituto Politécnico da Universidade de Nova Iorque, e escritor do famoso livro **The Black Swan**. Usamos muito dos seus ensinamentos para gestão do portfólio e uma das visões que compartilhamos é o fato de que no investimento de longo prazo em ações, alguns poucos movimentos podem fazer toda a diferença. Ou seja, o retorno de uma ação ao longo do tempo não é linear e apenas alguns poucos dias de negociação explicam grande parte do retorno de uma ação.



Partindo do princípio que os movimentos de curto prazo são difíceis de prever, deixar de estar investido em uma empresa que admiramos traz o risco de ficar de fora em momentos importantes, o que tende a custar caro. Um erro por omissão, apesar de não impactar de forma direta a rentabilidade do fundo é danoso para uma performance superior de longo prazo.

Usando a Sinqia como exemplo, podemos ver o quão impactante é o retorno total da ação se você excluir os 3 melhores dias de valorização ou os 3 piores dias.



Logo, se deixar de ficar investido nas empresas é um risco de perda de oportunidade, ficar exposto constantemente submete o fundo a movimentos de forte correção do mercado. Nos últimos 20 anos a bolsa brasileira teve pelo menos 2 quedas de ao menos 10% da máxima por ano.

Logo, se queremos proteger parte do portfólio de grandes correções do mercado, sem correr o risco de ficar de fora dos grandes movimentos de alta das empresas investidas, temos que ter **uma gestão recorrente, dinâmica e eficiente na compra de hedges**, a fim de diluir ou compensar as grandes quedas.

Neste sentido, procuramos fazer investimentos convexos, ou seja aqueles que perdem um valor limitado e tem um potencial ilimitado de ganhos. Vamos detalhar este raciocínio.

Ao comprar um ação, caso a empresa vá mal, no máximo podemos perder o capital investido. Entretanto, se a empresa prospera, podemos ganhar múltiplos do capital ilimitados, principalmente se o horizonte de investimento for de longo prazo. **Esse raciocínio é usado na SFA também para os Hedges, pois procuramos comprar um seguro (uma opção de compra ou de venda) onde no máximo perdemos o valor do prêmio e com possibilidade de ganhar múltiplos do capital.**

Essa estratégia, de buscar por investimentos convexos em relação a eventos inesperados é uma das bases da filosofia de Taleb e de fato, investir em empresas e fazer a compra de determinados tipos de hedges, tem muita semelhança com os ensinamentos do famoso investidor.

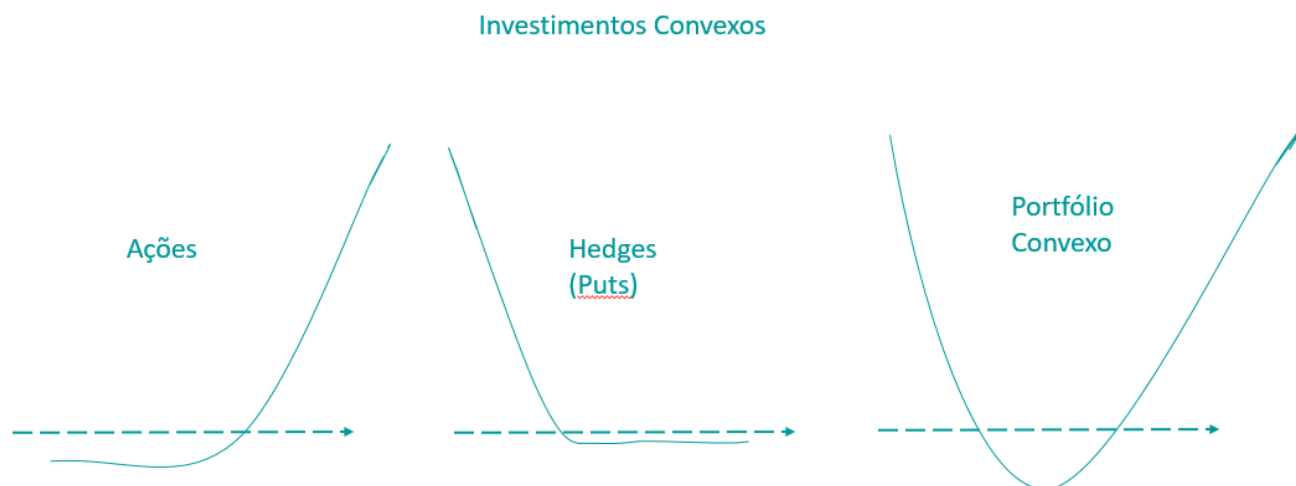


Trazendo esta filosofia para a realidade de nossa gestão, achamos fundamental sempre ter um caixa, para podermos nos colocar na posição de comprador marginal em momentos de stress. Mesmo quando estamos muito otimistas mantemos esta estratégia, pois podemos ser pegos por eventos inesperados. Quem poderia imaginar que no dia 18 de maio de 2017 teríamos o “Joesley Day”? Quantas vezes não vimos no Brasil eventos desta natureza, **o famoso black swan**.

Outro aspecto fundamental na política de Hedge é o preço pago para comprá-lo. Primeiro o hedge só terá um preço barato quando o mercado estiver na direção oposta à que você quer proteger. Costumamos dizer que para encontrar bons hedges tem que haver assimetria. A lógica aqui é gastar pouco.

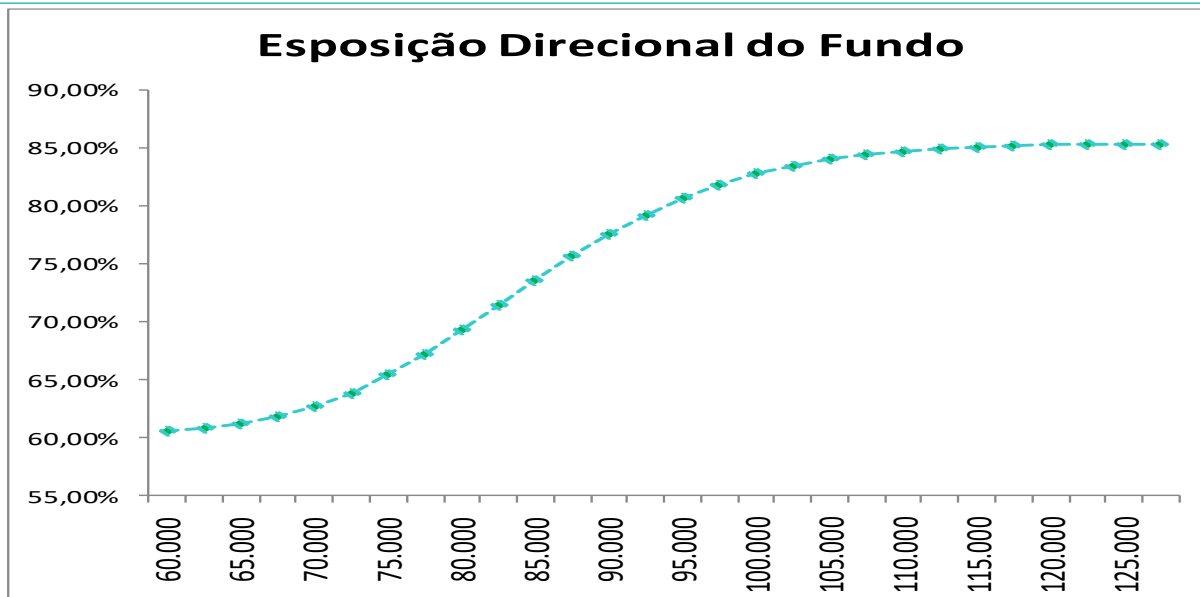
Outro fator importante é ter uma gestão ativa de hedges. Primeiro, saber qual “seguro” comprar e depois monitorar as variações de mercado a fim de procurar obter custo zero ou até mesmo lucro, na compra do ativo. Se apenas gastarmos um percentual do patrimônio na compra de hedges, ao longo do tempo o custo torna-se detrator da rentabilidade do fundo. É necessário saber monetizar com a estrutura de hedge sabendo escolher entre diversos ativos aquele que tem a maior assimetria possível para proteger os eventos de cauda.

Veja no diagrama abaixo a demonstração gráfica do que são investimentos convexos.



Em resumo, a filosofia de SFA é também a de comprar hedges (seguros contra eventos inesperados), a fim de evitar quedas acentuadas do portfólio. Evitar ou diluir grandes quedas (*drowdowns*) proporciona aumento dos ganhos nos períodos de alta do mercado.

Segue abaixo um exemplo de como ficaria a exposição do fundo com uma filosofia de investimentos na gestão de hedges.



Agradecemos a sua confiança.

Equipe SFA Investimentos

Gestão

SFA INVESTIMENTOS LTDA

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar

Brooklin - CEP 04571-010

São Paulo - Brasil

Tel: +55 11 5501-4110

ri@sfainvestimentos.com.br

Administração e Custódia

BRADESCO BEM DTVM

Av. Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar

Vila Yara – Osasco

São Paulo - Brazil

Tel: +55 11 3684-9432

centralbemdtvm@bradesco.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.



SFA Investimentos LTDA.

Av. Eng. Luís Carlos Berrini, 1253 – 9º andar | Brooklin | São Paulo, SP – Brasil

Tel: + 55 11 5501-4110 | ri@sfainvestimentos.com.br