

Carta Charles River 02

# Gestão de risco na seleção de investimentos

Caros investidores,

Desde a nossa primeira carta<sup>1</sup>, com referência a dezembro de 2018, experimentamos movimentações no mercado de ações bastante distintas nos anos que a sucederam.

Começando pelo primeiro que se seguiu, 2019 foi mais um ano de performance positiva para o investimento em ações no Brasil, com o índice Ibovespa subindo 31,6%. Amplamente divulgado no noticiário, o ambiente de taxa básica de juros mais baixa atraiu novos investidores à renda variável, tanto institucionais quanto pessoas físicas, estes últimos atingindo o recorde no estoque de cadastros na B3.

Ao se falar de 2020, ainda que a tendência de migração para renda variável tenha permanecido, houve queda expressiva nas cotações, com o índice Ibovespa chegando perto dos 60 mil pontos em março desse ano, com as incertezas e efeitos da COVID-19, seguida por uma rápida recuperação, o que levou o índice a um fechamento ligeiramente positivo no ano, subindo 2,9%.

O ano seguinte apresentou um comportamento inverso ao de 2020. No primeiro semestre de 2021, a Bolsa teve um comportamento positivo, atingindo inclusive, em junho, a marca recorde de 130 mil pontos. O momento aquecido foi acompanhado de mais uma onda de ofertas públicas de ações, o que trouxe novas companhias para o mercado brasileiro. O segundo semestre, no entanto, foi de perdas expressivas para o Ibovespa, com o índice fechando com queda de 11,9% no ano.

Em 2022, o Ibovespa avançou 4,7%, com a contribuição positiva de empresas do setor financeiro e do setor de *commodities*, incluindo produtoras de petróleo, cujo desempenho foi correlacionado à recuperação dessa *commodity* após retomada dos níveis de demanda pré-pandemia e como efeito da reorganização global do mercado de petróleo surgindo do conflito armado na Ucrânia.

Não temos a pretensão de explicar os *ups and downs* do mercado, entrando em discussões sobre crescimento da economia, inflação e juros, ferramentas de política monetária, entre outros temas. O importante é destacar que, como *value investors*, mantivemos nossa convicção para aproveitar os períodos mais

---

<sup>1</sup> Carta Charles River 01 – Uma síntese de histórico, filosofia, processos, performance acumulada e caso de investimento

pessimistas para montarmos posições em boas oportunidades de investimento e a nossa disciplina para aproveitar os momentos mais otimistas para desinvestir, o que contribuiu significativamente para a performance consistente do fundo nesses quatro anos que se seguiram à primeira carta.

Em 2019, o fundo Charles River FIA teve uma performance em linha com o mercado (30,3% vs. 31,6% do Ibovespa). O fundo também teve performance positiva em 2020, mas nesse ano obtendo resultado expressivamente superior ao índice, com o fundo tendo performance de 20,2% contra 2,9% do Ibovespa. Em 2021, o Charles River FIA alcançou 14,0%, comparado a -11,9% do índice e, em 2022, o fundo ficou positivo em 24,6% comparado a um avanço de 4,7% do Ibovespa. No acumulado, desde a publicação da primeira carta<sup>2</sup> até o fim de 2022, o Charles River FIA teve uma performance de 122,4% contra 24,9% do Ibovespa e, desde o início do veículo<sup>3</sup>, a performance foi de 818,1% contra 85,4% do Ibovespa.

Entendemos que a boa performance do fundo no período em questão foi resultado de uma seleção acertada de empresas para o portfólio, além de uma boa execução de realocações, com desinvestimentos e novos investimentos. Ao final de 2019 e início de 2020, antes que se tornasse claro o impacto que a COVID-19 causaria na economia e nas empresas, realizamos alguns desinvestimentos de posições e aumentamos nossa posição em caixa. Naquele momento, essas posições ofereciam pouca margem de segurança, pois seus preços de mercado se aproximaram da nossa avaliação dos seus valores justos. Em seguida, com retração expressiva nos preços de mercado na curta janela entre os meses de março e maio, alocamos novamente o caixa que foi gerado anteriormente, o qual foi dedicado a: (a) compra das mesmas ações previamente alienadas (dessa vez com descontos significativos ao valor justo); (b) aumento de exposição em empresas do portfólio em que vimos incremento significativo das margens de segurança; e (c) entrada pela primeira vez em empresas que já havíamos analisado, que considerávamos ótimos negócios, e cuja margem de segurança que julgávamos necessária para realizarmos o investimento surgiu com o *stress* no mercado. Na expressiva maioria das empresas avaliadas, ao sensibilizarmos o que estimávamos ser o impacto de destruição de valor pela pandemia (piora das variáveis macroeconômicas, unidades de produção fechadas, impacto em faturamento e margens, por

---

<sup>2</sup> Data-base da 1ª carta: 31/12/2018

<sup>3</sup> Veículo como clube de investimento de 07/11/2011 até 03/11/2014. Fundo a partir de 04/11/2014.

exemplo), chegamos à conclusão de que os preços dos ativos no mercado caíram em excesso, isto é, a retração dos preços de mercado foi significativamente maior que a provável destruição de valor, e por isso abriram-se janelas de oportunidades para investimentos. Além das disponibilidades em caixa dentro do fundo, em virtude da atratividade de algumas destas oportunidades, usamos também uma pequena porção de alavancagem, de forma que a exposição líquida do fundo ficou temporariamente superior a 100%, chegando a 110,8% no seu máximo, porém retornando abaixo de 100% em dois dias com a recuperação expressiva no preço das ações e os consequentes desinvestimentos realizados.

Vale enfatizar que o aumento da posição de caixa, no momento anterior à pandemia, não ocorreu devido a uma antevisão da pandemia, mas sim pela aplicação disciplinada da nossa filosofia de reduzir posições quando a margem de segurança diminui. Hipoteticamente, se o mercado de ações, em geral, tivesse continuado sua trajetória de ascensão, a maior posição de caixa tornaria mais difícil, no curto prazo, a performance do fundo superar o índice. Entretanto, acreditamos que, em momentos de otimismo, quando as margens de segurança são menores e os retornos prospectivos são menos atrativos, a decisão de reduzir exposição é acertada e gera, com as oportunidades que surgem posteriormente, em um momento menos otimista do ciclo, uma performance superior no longo prazo.

Também vale destacar a peculiaridade dessa crise gerada pela pandemia, cujos efeitos gerados na economia afetaram as companhias investidas pelo fundo distintamente da crise dos anos 2015 e 2016. Naqueles anos, o ambiente econômico ruim foi mais concentrado no Brasil, enquanto nosso portfólio, com parte significativa em empresas menos dependentes do consumo interno e, em alguns casos, até beneficiadas pela desvalorização da moeda brasileira, não sofreu impactos diretos relevantes da crise econômica. Já em 2020, parte significativa das empresas no nosso portfólio teve suas operações afetadas, com redução de receitas e até mesmo paralisação de atividades produtivas derivadas das medidas de *lockdown*. Em função desses impactos, além dos movimentos de alocação citados anteriormente, também vimos mudanças nas nossas avaliações das empresas, principalmente do ponto de vista relativo. Empresas mais cíclicas e alavancadas, considerando a retração econômica esperada, foram reavaliadas por nós e, em virtude dessa percepção de risco aumentada, foram menos priorizadas nas compras que mencionamos anteriormente ou foram até mesmo alienadas, dada sua menor atratividade relativa.

Também é importante notar que, após a retomada de preços de mercado das ações no segundo semestre de 2020, houve diversas companhias que fizeram oferta pública inicial (“IPO”) e que tiveram quedas expressivas das cotações das suas ações até a data-base desta carta<sup>4</sup>. Não participamos na subscrição de nenhum IPO nesses anos, mas aproveitamos para comprar algumas dessas ações que ficaram atrativas na nossa avaliação após as referidas quedas.

A performance do fundo resultou em um significativo número de reconhecimentos nesses últimos 4 anos. Dentre eles, destacamos a classificação do Charles River FIA como fundo 5 Estrelas pelo *rating* da Morningstar – empresa líder no fornecimento de pesquisa independente de investimentos – e a presença constante entre os melhores fundos do Guia Valor de Fundos de Investimento do Valor Econômico, como na edição de dezembro de 2022, em que o Charles River FIA foi apontado como um de somente 5 fundos de ações que se mantiveram entre os 20% melhores desde 2019. Em dezembro de 2022, o Valor Econômico também selecionou o Charles River FIA pela 6ª vez consecutiva como um dos 10 fundos de ações com a melhor relação risco x retorno. A métrica analisada vem em consonância com o que acreditamos ser o resultado de uma estratégia bem implementada de investimentos: atingir bons níveis de retorno ajustado pelo risco.

Já era do nosso planejamento dar seguimento à discussão da nossa primeira carta com um maior aprofundamento de alguns conceitos que julgamos importantes, mas o reconhecimento reforçou a conveniência de falarmos sobre a relação entre retorno e risco. Antes de começar a falar sobre a relação entre os dois, cabem as definições. Retorno é um conceito bem mais simples, pois, em prazos suficientes de tempo, sua quantificação pode ser medida pela evolução das cotas. Risco, entretanto, é mais complexo de definir e merece atenção na nossa discussão, assim como sua combinação com o primeiro, o retorno ajustado ao risco.

Tangenciamos esse assunto na nossa primeira carta, incluindo distinção entre a definição de risco acadêmica por volatilidade e a percebida pelos *value investors*. Nesta carta, abordaremos de forma mais aprofundada esses conceitos na próxima seção e, na sequência, formas de mitigação de risco na construção do nosso portfólio.

---

<sup>4</sup> Data-base desta carta: 31/12/2022

## Nossa concepção de risco

O desafio para se quantificar o risco começa pela sua definição. O conceito de risco como volatilidade, aceito academicamente e utilizado pela maioria do mercado para controle de risco, implica que um ativo seria mais arriscado quanto maior fosse sua oscilação de preços. Para aceitarmos essa definição como satisfatória, teríamos que considerar verdadeira uma das seguintes afirmações:

1. Que a variação de preço do ativo é realmente o risco que os nossos investidores estão preocupados em estar expostos; ou
2. Que a volatilidade é uma *proxy* eficiente de outros riscos, apesar de ser calculada somente através da variação dos preços.

Acreditamos que as duas afirmações acima são falsas. Sendo assim, apesar de acreditarmos que a medida de volatilidade pode trazer informação importante na avaliação de risco relativo entre diferentes classes de ativos (por exemplo, entre derivativos referenciados em uma cotação de ação versus a própria ação), bem como para avaliar alavancagem, não a consideramos como satisfatória para ser a principal métrica de risco do nosso portfólio.

No nosso entendimento, o risco final a ser mitigado é a probabilidade de perda de capital. Howard Marks<sup>5</sup>, em um de seus memos aos investidores, explicou esse conceito de uma forma sucinta e precisa na nossa visão:

*“Em vez de volatilidade, eu acredito que as pessoas se recusam a fazer investimentos principalmente porque elas estão preocupadas com a perda de capital, ou um retorno inaceitavelmente baixo. Para mim, ‘Eu preciso de mais upside potencial porque tenho receio de perder dinheiro’ faz muito mais sentido que ‘preciso de mais upside potencial porque tenho medo de que o preço possa flutuar’. Não, tenho certeza de que ‘risco’ é, antes e acima de tudo, a probabilidade de perder dinheiro.” (Risk, 2006, tradução nossa)*

Para mitigar a probabilidade de perda permanente de capital, *value investors* buscam comprar ativos por preços substancialmente inferiores aos seus valores intrínsecos, usualmente avaliados através dos seus fluxos de caixa futuros

---

<sup>5</sup> Investidor e co-fundador da Oaktree Capital Management, gestora sediada em Los Angeles, Califórnia. Ele é um autor reconhecido por seus livros e memorandos para clientes sobre assuntos variados no universo de investimento.

estimados descontados por um custo de capital apropriado. Essa diferença entre preço e valor justo estimado é conhecida como margem de segurança. A ideia por trás dessa busca por ativos com desconto é que, investindo com margem de segurança, existe mais espaço para desenvolvimentos piores do que esperado (destruição de valor) ou eventuais erros de análise, antes que aconteça uma perda permanente do capital investido, especialmente se as premissas utilizadas na avaliação do valor intrínseco forem conservadoras.

Se estamos convencidos de que margem de segurança é um bom mitigador de perda de capital, a próxima pergunta é quanto de margem de segurança é necessário. Se a nossa avaliação de valor intrínseco da ação da companhia X é R\$100, deveríamos comprá-la a R\$90? Ou seria a R\$80? Ou somente a R\$50?

Acreditamos que a resposta para a pergunta é: depende da companhia X. Cada companhia tem características que a tornam estruturalmente mais ou menos previsível, bem como diferentes condições que podem afetá-la negativamente no futuro. Esses fatores, precisamente por poderem fazer com que o valor intrínseco real seja inferior ao calculado, têm o potencial de gerar uma perda de capital e logo, em consonância com a nossa definição de risco, são classificados por nós como fatores de risco ou, simplificada, riscos. A quantidade desses fatores e a potencial magnitude do impacto destes sobre o valor intrínseco calculado são determinantes para estabelecermos a margem de segurança exigida para cada investimento, conforme detalharemos na próxima seção. Na seção subsequente, discutiremos os riscos de portfólio e como podemos mitigar adicionalmente a chance de perda de capital através de uma eficiente diversificação.

## **Avaliação de riscos das companhias e como isso impacta o processo de seleção de investimentos**

Ao longo da nossa história, ao observar as diferentes formas de risco, desenvolvemos um sistema proprietário que funciona como uma ferramenta para quantificar os riscos de um investimento específico, resultando em uma avaliação padronizada, que permite comparar quantitativamente os riscos das diferentes oportunidades de investimentos.

As categorias de risco que podem mais diretamente resultar em uma perda permanente de capital são o Risco de Avaliação da Empresa e o Risco de Governança, sendo estes, portanto, elementos centrais em nosso sistema de risco. Além deles, nosso sistema considera também elementos que tenham o potencial

de mitigar riscos por facilitar correções de rota em caso de erros ou imprevistos, de permitir um melhor aproveitamento de oportunidades ou de maximizar os nossos retornos para um mesmo nível de risco, como a liquidez e a *duration* dos investimentos.

Conforme abordaremos com mais detalhes na sequência dessa carta, esses fatores de risco são quantificados através da avaliação de vários itens, recebendo assim uma nota de risco. O processo de atribuição de notas possui critérios estabelecidos para padronizar a avaliação de riscos entre as empresas. Por exemplo, na avaliação de um dos itens do Risco de Governança, uma companhia que possui uma diretoria profissional e conselheiros independentes tem uma nota estabelecida melhor que aquela em que há presença direta do acionista controlador na diretoria e no conselho, sem presença de profissionais independentes, porque aprovar operações com prejuízo a minoritários é mais difícil no primeiro caso se comparado ao segundo.

Ao final, a nota consolidada de uma empresa é derivada da média harmônica das suas notas para cada uma das principais categorias de risco. A média harmônica é uma média em que os números mais baixos têm maior impacto no resultado. Em consequência, a média final tende a ficar mais perto dos piores *inputs*. E isso é exatamente o que almejamos ao fazê-la: garantir que uma empresa que tenha um risco alto em qualquer dimensão relevante seja considerada de alto risco, ainda que em outras dimensões o risco dela seja mais reduzido.

Em linha com o já discutido na seção anterior, essa nota consolidada, como medida de risco, é determinante para a definição da margem de segurança necessária para fazer o investimento. A partir de uma faixa previamente calibrada, quanto pior a nota de risco de uma companhia, naturalmente mais margem de segurança é necessária para montar uma posição e vice-versa.

Essa nota de risco, no entanto, tem outra função essencial na montagem do nosso portfólio, sendo determinante também para a definição do *sizing* da posição. Comparando-se o *sizing* de dois potenciais investimentos, uma empresa com melhor nota de risco tem um tamanho de entrada maior, um tamanho máximo maior e um tamanho maior para o mesmo nível de *upside*. A partir da margem de segurança, da nota de risco e da alocação ideal (esta última que indica o nível de caixa do portfólio em dado momento do tempo e que será discutida em carta futura), o sistema de alocação recomenda se devemos investir ou não e qual seria o tamanho recomendado da posição.



Ainda que a ideia por trás do sistema seja simples, acreditamos que pelo menos duas razões ajudem a explicar o impacto positivo que ele tem tido.

A primeira razão é que, dada a centralidade da avaliação de risco dentro do nosso processo de formação do portfólio, a avaliação de risco é necessariamente feita *pari passu* com o processo de análise de investimento e definição do valor justo. Portanto, além das discussões de modelos de negócio e premissas de modelagem, a discussão de risco permeia todo o processo de análise e definição de investimento, com reflexões já sendo feitas pelo analista conforme os riscos vão sendo identificados, bem como com reiteradas discussões no Comitê de Investimento.

A segunda razão, quiçá até a mais importante, é que o sistema tende a mitigar vieses, como o de otimismo ou pessimismo pré-concebido em relação a determinada companhia ou em determinado momento do mercado, dado que ele recomenda, a partir de critérios bastante objetivos, como construir o nosso portfólio em um dado momento do tempo.

Tendo abordado como os riscos estão inseridos no nosso processo decisório, explicaremos a seguir a natureza de tais riscos e por que eles são relevantes, justificando a necessidade de margem de segurança para mitigá-los.

## RISCO DE AVALIAÇÃO DA EMPRESA

Este risco está associado à probabilidade de estarmos errados na avaliação do valor justo do *equity* de uma companhia, probabilidade esta que pode ser maior ou menor seja por características específicas dela, do setor ou quaisquer outras, inclusive em função do nosso nível de conhecimento do setor ou da companhia em si. Em conjunto, o que se tenta medir é a probabilidade de desvio da nossa avaliação em relação aos fluxos de caixa futuros que a companhia de fato gerará. Interessa saber se o desvio poderá ser alto ou é contido em níveis baixos, assim como se, caso concretizados, esses desvios provavelmente afetarão negativamente ou positivamente nossa avaliação.

A nota dessa categoria resulta da composição de duas notas: (i) nota que avalia o risco de erro na avaliação da empresa como um todo (*enterprise value*); e (ii) alavancagem.

Para calcular a nota (i), levamos diversos elementos em consideração, incluindo características setoriais e competitivas; nível de maturidade do negócio;

capacidade da gestão; oportunidades de alocação de capital e níveis de retorno dessas potenciais alocações; riscos regulatórios e outros riscos setoriais.

Um primeiro e fundamental componente é o nível de previsibilidade que temos sobre aquele ativo em função de características setoriais e competitivas. Exemplificando, podemos comparar uma companhia transmissora de energia elétrica, cujas receitas são reguladas e estáveis, ajustadas anualmente por índices de inflação, a uma empresa de margens apertadas e cujo produto varia significativamente de preço em um setor competitivo (exemplo: uma *trading* de *commodities*). É provável que uma *trading* tenha um desvio de valor mais expressivo em relação à nossa avaliação do que a transmissora de energia elétrica, logo a *trading* provavelmente terá uma nota de risco de avaliação de empresa pior.

Adicionalmente, também é importante avaliar o nível de maturidade do negócio, dado que companhias pré-operacionais ou cujas avaliações dependem de uma perspectiva de rentabilização futura são menos previsíveis em relação aos seus fluxos de caixa futuros. Sendo assim, por exemplo, empresas de petróleo com ativos concentrados em fase de exploração, negócios em *turnaround*, determinadas empresas de perfil tecnológico que dependem da rentabilização futura de uma rede de usuários ou uma farmacêutica cujas receitas futuras dependem da aprovação de um determinado medicamento tendem a ser mais penalizadas pelo maior risco, na nossa avaliação.

A gestão de uma companhia é outro aspecto que consideramos dentro do nosso sistema de risco, porém de uma maneira diferente. Um bom gestor, gerando valor expressivo para uma companhia, aumenta a probabilidade de estarmos errados na nossa avaliação, por ela ser conservadora demais, no entanto diminui a probabilidade de perdermos dinheiro naquele investimento. Voltando à nossa definição primária de risco, que é a probabilidade de perda de capital, e não incerteza, não seria adequado “punirmos” uma incerteza positiva trazida por uma boa gestão. Sendo assim, a nota de gestão é somada à nota de risco, no caso de uma gestão que acreditamos poder gerar valor futuro não contemplado na nossa avaliação de valor justo pelo nosso viés conservador. Analogamente, uma empresa com má gestão tem a nota de risco prejudicada.

Outro elemento que é avaliado de forma análoga à gestão são as oportunidades e retornos de alocações futuras de capital. Dado nosso viés conservador, nossas avaliações de valor tendem a não considerar, especialmente em prazos mais

distantes, alocações de capital que gerem valor para as companhias. No entanto, sabemos que determinadas companhias, seja por características setoriais ou próprias, provavelmente terão oportunidades relevantes de investir capital com taxas de retorno que geram valor perante a nossa avaliação (que usualmente considera que esse capital será devolvido aos acionistas). Empresas com essas características, por esses motivos, têm alta probabilidade de terem um valor acima da nossa avaliação, portanto reduzindo a probabilidade de perda de capital. Para refletir esse menor risco de perda, somamos pontos às notas de risco dessas empresas.

A nota (ii) é função direta da alavancagem da empresa. Uma companhia mais alavancada gera desvios maiores de avaliação do *equity* do que uma menos alavancada, dado que qualquer desvio na avaliação do valor da companhia como um todo (*enterprise value*, que é igual ao valor de *equity* somado à dívida líquida) será mais acentuado no valor do *equity* quanto maior for a proporção do endividamento na composição de capital. Como consequência, companhias mais endividadas são penalizadas na avaliação de risco, dado o incremento de probabilidade de desvios de maior magnitude na nossa avaliação do valor justo do *equity*.

## RISCO DE GOVERNANÇA

Este risco está associado à probabilidade de não recebermos a nossa parcela justa do valor econômico referente à empresa investida. Para avaliar o valor justo de uma ação de uma empresa com uma só classe de ações, avaliamos o valor total do *equity* dessa empresa e dividimos pelo número de ações que os acionistas possuem. Quando fazemos isso, implicitamente estamos assumindo a hipótese de que todas as ações têm o mesmo valor. Mesmo nesse caso, de uma empresa com apenas uma classe de ações, essa hipótese, infelizmente, nem sempre é verdadeira.

Não raramente, os controladores da empresa acabam se apropriando de uma parcela do valor justo que é superior à parcela das ações que eles detêm, deixando conseqüentemente os minoritários com uma parcela do valor da empresa inferior à sua participação no capital da empresa. Esse é o exemplo mais comum do que chamamos Risco de Governança: a ação que compramos, na condição de minoritários, não valer o equivalente à sua participação no capital social em razão de parte desse valor ser expropriada pelos controladores.

Existem diversas formas através das quais os controladores podem capturar um valor desproporcional à sua participação. Alguns exemplos são:

- reorganizações societárias em que determinada classe de ações, normalmente a do controlador, é mais favorecida;
- membros do grupo de controle que participam da administração das empresas e recebem remunerações desproporcionais às suas contribuições;
- transações entre partes relacionadas (controlador vs. empresa) que transferem valor da empresa controlada para o controlador, como através de compras de produtos/serviços de empresas de posse dos controladores por preços acima do mercado;
- em casos de fraude, quando os recursos da companhia são alvo de irregularidades em benefício de indivíduos e não da sua base acionária. Exemplo: quando números são manipulados para justificar pagamentos a pessoas ligadas aos controladores.

Para mensurar esse risco, observamos indícios e avaliamos probabilidades de que quaisquer dessas questões possam estar acontecendo ou possam vir a acontecer. Para isso, analisamos a reputação dos controladores, o histórico de (des)respeito aos acionistas minoritários, o segmento de listagem da empresa, a composição do conselho de administração e da diretoria executiva, em termos da reputação, histórico profissional e independência em relação aos controladores, assim como a existência de um comitê de auditoria funcional, dentre outros elementos. A partir dessas avaliações, chegamos a uma nota ponderada para o Risco de Governança.

## OUTROS RISCOS

Apesar de não serem essencialmente fatores que possam levar a uma variação de valor intrínseco, existem alguns outros elementos, notadamente a liquidez e a *duration*, que consideramos para definir a margem de segurança e o *sizing* das nossas posições, pois podem afetar a nossa capacidade de entrada e saída das posições, bem como a velocidade de convergência ao valor justo, como discutiremos a seguir.

Primeiramente, no tema liquidez, cabe destacar que gestoras de fundos de investimento, para estarem em conformidade com a regulação, são obrigadas a acompanhar esse risco de iliquidez dos ativos. Em caso de resgates do fundo pelos

investidores, deve haver a capacidade de se alienar os ativos e transformá-los em caixa, cumprindo com as obrigações de devolução dos recursos aos investidores. No caso da Charles River, monitoramos no mínimo semanalmente a liquidez dos ativos em reuniões do Comitê de Risco.

Entretanto, o que gostaríamos de destacar aqui é a avaliação da liquidez das ações como risco para investimento do portfólio. A razão para considerá-la um risco é porque a liquidez dá a opção ao investidor de entrar e sair de um determinado investimento com facilidade. Apesar de não mudar as perspectivas do negócio da companhia, ela pode afetar a performance do portfólio. Quando se identifica uma oportunidade de investimento, a iliquidez pode limitar a capacidade para aproveitá-la ou dificultar a saída da posição posteriormente, que pode ser motivada tanto pela convergência ao valor justo calculado como pela realocação em outras oportunidades que sejam mais atrativas relativamente. Além disso, é mais relevante para o tema risco a iliquidez nos casos negativos, quando já foi realizado o investimento e, por quaisquer razões, avalia-se que o valor da companhia sofreu deterioração; nesses casos, a falta de liquidez pode dificultar a venda desses ativos em prazos razoáveis para evitar, ou pelo menos limitar, as perdas. Sendo assim, dado que ações mais líquidas tendem a oferecer mais facilidade de investir e desinvestir, atribuímos menor risco às ações líquidas em relação às ilíquidas.

Já no segundo fator, *duration*, queremos medir o prazo médio estimado dos fluxos de caixa descontados de um determinado investimento. Uma companhia beneficiada por alguma tendência de longo prazo de crescimento, como algumas empresas na área de saúde e energia renovável, tende a reinvestir parte substancial de seus lucros no seu crescimento, logo uma parte relevante do retorno do capital ao acionista estará em prazos mais distantes, resultando em uma avaliação dos fluxos de caixa bastante dependente do resultado dessas companhias em um tempo futuro mais longínquo. Essa distância, além de aumentar a probabilidade de que determinados fatores de risco, conhecidos ou não de antemão, materializem-se até lá, nos afasta temporalmente do caixa gerado. Esse distanciamento é relevante para a nossa decisão de investimento porque a distribuição de caixa via proventos funciona efetivamente como um redutor de risco, pois, no momento em que estes são distribuídos, não necessitamos mais de margem de segurança em relação àquela parcela do investimento. Proventos também funcionam como uma sinalização mais objetiva ao mercado do valor justo da empresa, aumentando potencialmente a velocidade

de convergência do preço da ação ao valor justo e, ainda que não ocorra essa convergência que implique o desinvestimento da posição, esses proventos por si só já constituem um retorno, mesmo que parcial, do nosso investimento, sendo recursos que nos permitem investir em outras oportunidades.

## Considerações sobre riscos de portfólio e discussão sobre a eficiência da diversificação

Além da gestão dos riscos individuais dos investimentos, gerenciamos riscos no nível do portfólio, por meio de uma apropriada diversificação.

Retomando a nossa definição, queremos mitigar a probabilidade de perder capital, logo, como exploramos na seção anterior, exigimos margens de segurança de tamanhos que consideramos adequados para cada investimento feito. No entanto, sabemos que é inerente ao ato de investir a tomada de algum nível de risco, logo é impossível ter uma probabilidade nula de perda em qualquer investimento.

Uma segunda camada de proteção, então, é colocada através do uso da diversificação. A diversificação é um conceito bastante conhecido e intuitivo e, em determinadas condições, possibilita que, ainda que algum investimento gere uma perda de capital, tal resultado negativo seja mais do que compensado pelo desempenho positivo de outros investimentos, de forma que o portfólio como um todo tenha um resultado positivo.

O que talvez seja menos intuitivo é que simplesmente ter mais ativos no portfólio, a partir de um determinado número, pode não só não reduzir riscos, como inclusive os aumentar. Para explicar por que isso ocorre, precisamos lembrar que o risco de uma posição individual é minimizado pela sua margem de segurança, logo, dadas as demais condições constantes, o risco é tanto maior quanto menor for a margem de segurança. Agora vamos supor que temos um portfólio já com um número adequado de posições<sup>6</sup> e que esse portfólio inclui a companhia A, que tem margem de segurança de 60%, e estamos avaliando o investimento na companhia B, que tem riscos muito similares, mas margem de segurança de apenas 30%. Se incluirmos a companhia B no nosso portfólio, é bastante possível que essa “diversificação” gere um aumento de riscos, uma vez que: (i) dada a

---

<sup>6</sup> Discorreremos sobre número de posições ao fim dessa seção

menor margem de segurança da companhia B, ela é um investimento que tem uma maior probabilidade de perda individual que a companhia A; e (ii) dados os riscos similares, se a companhia A gerar perdas, é provável que a B gere também, ou seja, a companhia B não ajuda a compensar os riscos da A. Sendo assim, incluir a companhia B no portfólio provavelmente aumenta a probabilidade de perda de capital do portfólio como um todo.

Entendendo conceitualmente que existe valor na diversificação, mas também os limites da sua utilidade, sendo inclusive prejudicial em alguns casos a adição de novas companhias no portfólio, a pergunta que cabe tentarmos responder é como fazer uma diversificação adequada. Para isso, a primeira coisa que abordaremos abaixo são os fatores de risco que queremos diversificar. Por clareza, separamos em dois tipos.

O primeiro tipo de risco que queremos diversificar é o risco específico de um investimento. Eles estão relacionados a uma deterioração do valor justo maior que a margem de segurança utilizada para o investimento por algum fator particular referente ao investimento naquele ativo, como um erro de avaliação ou a ocorrência de eventos aleatórios ou cuja previsão não seria razoável de ser incluída na avaliação do valor justo da empresa no momento do investimento (e.g. um incêndio em uma fábrica relevante).

O segundo tipo são os riscos correlacionados entre os investimentos. Um exemplo de ativos com riscos correlacionados é o de uma empresa que tenha receita associada à venda de petróleo e outra que tenha receita associada à venda de motores de carros a combustão, já que a adoção de carros elétricos afetaria tanto a demanda pelo petróleo, com impacto negativo na primeira, quanto o volume de pedidos de motores a combustão requeridos pelas montadoras, diminuindo as receitas da segunda.

Na nossa visão, consequentemente, um novo investimento reduz o risco do nosso portfólio se ele reduzir pelo menos um dos dois tipos de risco acima em uma magnitude superior à redução que ele vai trazer na margem de segurança do portfólio. Estabelecido o conceito, fica a pergunta prática de com quantas posições se atinge um nível de diversificação ideal. Ainda que não tenhamos uma resposta definitiva, temos boas indicações para definir uma faixa de valores.

Uma referência são as conclusões que Joel Greenblatt<sup>7</sup> apresenta: estatisticamente não há diferença significativa na distribuição de retornos esperados em um ano comparando um portfólio de 8 ações a um portfólio de 50 ou 500 ações<sup>8</sup>. Também é possível encontrar afirmações de diversos outros *value investors* renomados que, assim como Joel Greenblatt, acreditam que é possível obter um bom nível de diversificação sem precisar de um número demasiado de posições.

Outra forma de avaliar diversificação também pode ser através de classificações setoriais. Essa classificação exige um grau razoável de julgamento para agrupar as empresas, mas, na nossa melhor visão, consideramos que existem em torno de 15 setores de companhias listadas na B3. Logo, 15 empresas seria um limite para ganho de diversificação de riscos correlacionados, dado que a 16ª empresa necessariamente compartilharia riscos significativos com pelo menos uma empresa já presente no portfólio. Considerando a improbabilidade de se encontrar oportunidades em todos os setores ao mesmo tempo, o número real, na maioria dos casos, é provavelmente ainda menor que esse.

Uma última referência é o nosso próprio resultado empírico. Nos nossos mais de 10 anos de história, o nosso portfólio teve, na maior parte do tempo, entre 8 e 14 posições (*long*) e se mostrou com um grau de diversificação bastante satisfatório, como os reconhecimentos já anteriormente mencionados e os resultados da próxima seção atestam.

## Resultados do processo decisório e do sistema de alocação

Acreditamos que a abordagem sistemática em relação aos riscos, somada ao estudo aprofundado das companhias e ao conservadorismo das premissas, tem nos permitido alcançar os resultados entregues. Entendemos que o resultado de mitigação de riscos teve sucesso tanto do ponto de vista individual quanto do ponto de vista de portfólio, quando analisamos os resultados agregados.

A confirmação de que conseguimos selecionar investimentos específicos e mitigar riscos individuais pode ser demonstrada pela baixa frequência de investimentos

---

<sup>7</sup> Joel Greenblatt é co-CIO da Gotham Asset Management e professor adjunto na Columbia University Graduate School of Business. Além do *track-record* impressionante em fundos sob gestão, escreve livros sobre *value investing* e *special situations*.

<sup>8</sup> Citação baseada do Capítulo 2 (*Some Basics*) do seu livro *You Can Be a Stock Market Genius*



com resultados negativos. Até 31 de dezembro de 2022, o Charles River FIA investiu em 55 posições *long* desde o início do veículo de investimento. Do total de posições, 28 posições (50,9%) contribuíram positivamente, definindo como positiva uma contribuição superior a 1% do patrimônio<sup>9</sup>; 20 posições (36,4%) preservaram capital, com contribuições entre -1% e 1%; e, mais importante, somente 7 posições (12,7%) contribuíram negativamente, ou seja, tiveram uma contribuição inferior a -1%. Em resumo, entendemos que nossa frequência de sucesso e de preservação de capital foi alta e que nossa frequência de insucesso foi baixa, considerando os investimentos individualmente.<sup>10</sup>

Adicionalmente à frequência menor, também é importante ressaltar que o impacto das posições que contribuíram negativamente (-4,0% em média) foi substancialmente menor, em termos absolutos, que as posições que contribuíram positivamente (+12,3% em média). Se avaliarmos os resultados obtidos pela frequência multiplicada pela contribuição, percebemos que as perdas foram mitigadas pela nossa seleção de empresas somada à rigorosa implementação do sistema de risco.

Por fim, considerando a mitigação de riscos de portfólio, o fundo superou significativamente o Ibovespa. Se considerarmos a frequência de performance em diferentes janelas de tempo, superamos o Ibovespa em todas as 1.544 janelas acima de 5 anos<sup>11</sup>. Em janelas de 3 anos, superamos em 86,4% dos casos. Mesmo em janelas mais curtas de 2 anos, superamos o índice em 83,3% das amostras. O resultado confirma, na nossa avaliação, que a estratégia é eficaz em gerar melhores retornos ajustados pelo risco a médio e longo prazos.

---

<sup>9</sup> Medida de retorno sobre o patrimônio total do fundo, desconsiderando fatores de escala, como o crescimento por captações. Exemplo: se um investimento em uma ação em determinado momento corresponde a 6% do patrimônio do fundo e esta ação sobe 20%, a contribuição positiva é calculada em 1,2%. A contribuição de uma ação é a soma das contribuições diárias do período que a ação esteve no portfólio.

<sup>10</sup> A baixa frequência em nossa classificação, que divide o conjunto dos investimentos realizados em três subconjuntos (maior que 1%, entre 1% e -1% e menor que -1%) é especialmente significativa considerando nosso tamanho médio de posição, pois nosso portfólio costuma ter entre 8 e 14 posições e, por isso, nossas posições são em média maiores do que as posições de fundos com portfólios mais pulverizados. A baixa frequência seria menos significativa, por exemplo, para um fundo com 25 posições e posição média de 4% pois, nesse caso, seria necessária uma queda maior do que 25% do valor dessa posição para resultar em uma contribuição classificada como negativa pelo nosso critério (contribuições abaixo de -1%).

<sup>11</sup> Essa análise avalia o resultado de um investidor aportar no Charles River FIA em qualquer dia de sua história e resgatar o seu investimento no fim do período/janela de 5, 3 ou 2 anos. O percentual apresentado é a frequência em que a rentabilidade do Charles River FIA é superior à rentabilidade do Ibovespa no respectivo período.

## Conclusão

Em nossa primeira carta, abordamos o histórico da gestora desde a sua fundação, a filosofia de *value investing* e como organizamos nossos processos para sua execução. Também incluímos um exemplo de investimento passado que demonstrou o funcionamento da filosofia e dos processos na prática, sem deixar de tangenciar a importância que margem de segurança e avaliação de risco têm nas nossas decisões. Consideramos que a performance acumulada pelo fundo, além desses fatores que já haviam sido aprofundados na carta anterior, resultou também de uma eficiente gestão de risco e por isso dedicamos essa segunda carta a esse tema.

Enquanto na primeira carta usamos um exemplo de investimento para demonstrar a aplicação prática de temas abordados, a própria crise causada pela COVID-19 pode ser vista como um case desta segunda carta. Antes da crise, o otimismo do mercado reduziu a margem de segurança das ações, aumentando o seu risco, o que nos levou a reduzir a exposição do nosso portfólio. Em seguida, quando ficaram evidentes os potenciais impactos da COVID-19, os preços dos ativos caíram muito além da nossa avaliação conservadora de destruição de valor desses ativos causada pela pandemia, abrindo oportunidades que aproveitamos para aumentar a exposição. Entendemos que o somatório de decisões como essas otimizou, ao longo do tempo, a relação risco x retorno do nosso portfólio e contribuiu substancialmente para que atingíssemos uma performance singular nos últimos 4 anos.

Seguimos monitorando os riscos dos nossos investimentos, mitigando-os através de análises aprofundadas, do uso de uma margem de segurança adequada e de uma diversificação eficiente do nosso portfólio.

Os resultados acumulados corroboram a nossa visão de que a busca por distorções entre valor intrínseco e preço de mercado e uma gestão eficiente de risco são pilares sólidos para entregar retornos robustos a médio e longo prazos.

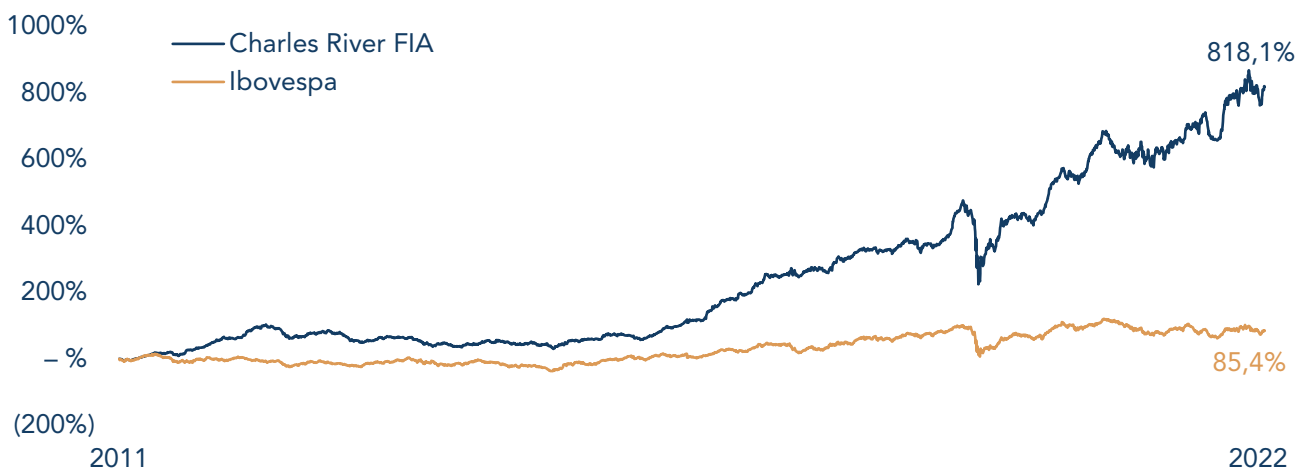
Agradecemos a confiança dos nossos investidores,

**Equipe Charles River Capital**

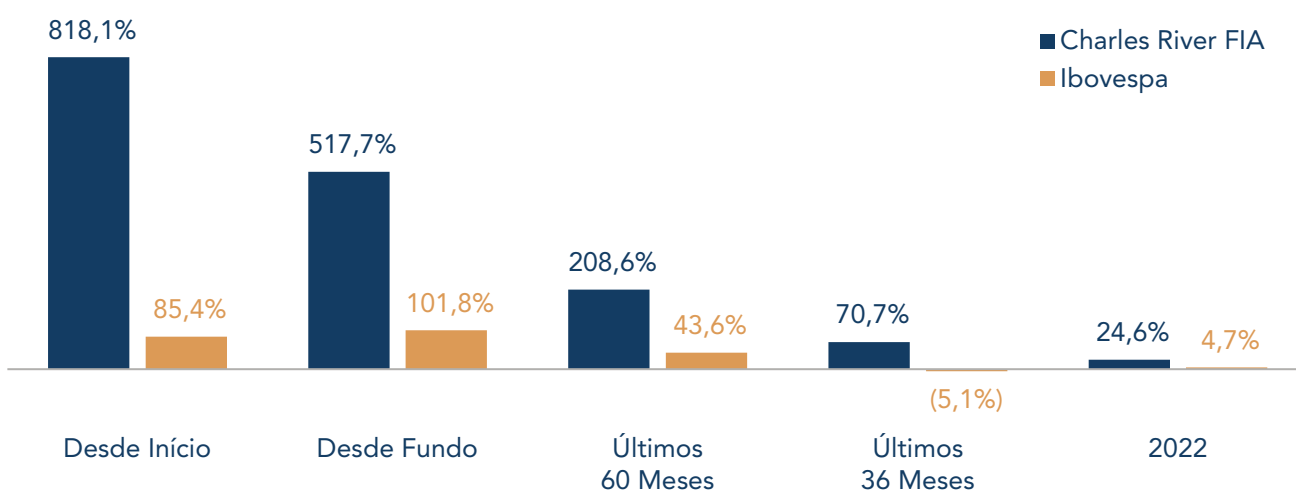
*Rio de Janeiro, 31 de dezembro de 2022*

# Charles River FIA\*

## Performance



## Rentabilidade Acumulada



## Tabela de Retornos

	Desde Início	Desde Fundo	60 Meses	36 Meses	2022
Charles River FIA	818,1%	517,7%	208,6%	70,7%	24,6%
Ibovespa	85,4%	101,8%	43,6%	(5,1%)	4,7%
<b>Excesso de Retorno</b>	<b>732,8%</b>	<b>415,9%</b>	<b>165,0%</b>	<b>75,8%</b>	<b>19,9%</b>

\* Dados atualizados até 31/12/2022. Charles River FIA iniciou como clube de investimento em 07/11/2011 e foi transformado em um fundo de investimento em 04/11/2014.

## Histórico de Rentabilidade

		jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	ano	acumulado	
2011	Charles River FIA												-3,1%	2,7%	-0,5%	-0,5%
	Ibovespa												-3,9%	-0,2%	-4,1%	-4,1%
2012	Charles River FIA	7,4%	6,4%	3,9%	1,5%	-5,4%	3,7%	9,4%	6,0%	8,2%	5,8%	5,0%	-0,8%	63,3%	62,5%	
	Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	3,0%	
2013	Charles River FIA	7,9%	10,7%	2,6%	0,2%	-5,0%	-9,9%	-0,5%	0,1%	5,5%	2,4%	-0,9%	-0,8%	11,2%	80,8%	
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-13,0%	
2014	Charles River FIA	-10,6%	-4,0%	-1,0%	0,8%	4,2%	3,5%	-2,1%	1,0%	-4,7%	-7,0%	-4,5%	6,2%	-17,9%	48,3%	
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,1%	-8,5%	-2,9%	-15,5%	
2015	Charles River FIA	-4,9%	-2,8%	6,9%	-1,1%	6,0%	-3,3%	3,6%	-3,9%	-2,3%	1,6%	-2,5%	0,7%	-2,8%	44,2%	
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-26,8%	
2016	Charles River FIA	-8,8%	11,1%	6,6%	-2,5%	6,0%	0,1%	4,6%	4,9%	-1,5%	-2,6%	-5,3%	4,0%	16,0%	67,3%	
	Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	1,7%	
2017	Charles River FIA	6,3%	8,4%	2,2%	3,6%	5,3%	1,7%	10,7%	6,1%	6,7%	2,1%	4,6%	1,7%	77,8%	197,5%	
	Ibovespa	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%	6,2%	26,9%	29,1%	
2018	Charles River FIA	9,9%	7,4%	0,6%	0,1%	2,6%	-2,5%	3,6%	2,3%	-3,9%	8,9%	1,7%	3,4%	38,8%	312,8%	
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	-10,9%	-5,2%	8,9%	-3,2%	3,5%	10,2%	2,4%	-1,8%	15,0%	48,5%	
2019	Charles River FIA	3,6%	0,1%	-1,1%	1,4%	0,6%	5,4%	-1,3%	-2,4%	1,4%	-0,5%	5,7%	15,0%	30,3%	438,0%	
	Ibovespa	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	-0,7%	3,6%	2,4%	0,9%	6,8%	31,6%	95,4%	
2020	Charles River FIA	0,8%	-6,8%	-20,0%	10,7%	3,5%	11,1%	2,9%	0,5%	-3,4%	4,6%	13,6%	5,8%	20,2%	546,6%	
	Ibovespa	-1,6%	-8,4%	-29,9%	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	-3,4%	-4,8%	-0,7%	15,9%	9,3%	2,9%	101,0%	
2021	Charles River FIA	-1,0%	0,7%	2,8%	10,0%	5,5%	-1,5%	-5,5%	2,6%	-3,8%	-2,7%	-0,9%	8,4%	14,0%	637,1%	
	Ibovespa	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	-3,9%	-2,5%	-6,6%	-6,7%	-1,5%	2,9%	-11,9%	77,1%	
2022	Charles River FIA	2,3%	0,7%	5,3%	-0,2%	4,5%	-8,8%	4,1%	11,3%	-0,9%	7,4%	-1,6%	-0,4%	24,6%	818,1%	
	Ibovespa	7,0%	0,9%	6,1%	-10,1%	3,2%	-11,5%	4,7%	6,2%	0,5%	5,5%	-3,1%	-2,4%	4,7%	85,4%	

---

## Disclaimer

O presente material tem o único propósito de divulgar informações, não devendo ser considerado como consultoria ou oferta de compra/venda de cotas de fundos de investimento geridos pela Charles River Capital; tampouco constitui o prospecto previsto na Instrução CVM nº 555/14 ou nos Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA.

Operações com fundos de investimento podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo, inclusive, acarretar tanto perdas superiores ao capital aplicado, quanto uma consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Por esta razão, recomenda-se fortemente a leitura cuidadosa do regulamento, da lâmina de informações essenciais e do prospecto, quando disponível, do fundo antes de investir. Estes documentos estão disponíveis em [www.charlesriver.com.br](http://www.charlesriver.com.br).

Fundos de investimento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento.

Fundos de investimento podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.

Especificamente, os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Recomenda-se, portanto, cautela.

As informações aqui contidas não podem ser consideradas como afirmativas para a execução de quaisquer negócios com base nos valores ora apresentados.

Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC.

Charles River Capital e/ou seus colaboradores não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso de qualquer informação presente neste material.

Dados atualizados até 31 de dezembro de 2022. Charles River FIA iniciou como clube de investimento em 07 de novembro de 2011 e foi transformado em um fundo de investimento (CNPJ: 14.438.229/0001-17) em 04 de novembro de 2014.



[charlesriver.com.br](http://charlesriver.com.br)

Av. Afrânio de Melo Franco, 290  
Leblon, Rio de Janeiro – RJ  
22430-060

---

[ri@charlesriver.com.br](mailto:ri@charlesriver.com.br)

+55 21 2042 5100

---

