

RESENHA MENSAL

CARTA DO CEO

ABRIL 2020

Prezado investidor,

Gênesis, do grego “nascimento” ou “origem”, é o nome dado ao primeiro volume do Antigo Testamento. Conhecido também como *Barashit*, que significa “no princípio” em hebraico, o livro narra a história desde a criação do Céu e da Terra pelo Divino até o assentamento do povo hebreu nas terras do Egito, capítulo que trata da narrativa de José, o 11º filho de Jacó, chamado de “o preferido”.

José despertava inveja nos irmãos por sua personalidade forte e proximidade paterna, foi vendido por 20 peças de prata aos mercadores ismaelitas de Midiã, que o levaram ao Egito, onde foi comercializado ao capitão da guarda do faraó da XVII dinastia. Foi preso, e em cativeiro tornou-se conhecido pela sua capacidade de interpretar os sonhos. Certa vez o faraó o procurou para decifrar um sonho que tivera sobre sete vacas gordas que subiam o Rio Nilo seguidas por sete vacas magras que acabavam por devorar as vacas gordas. A interpretação foi certa e José elucidou ao faraó sobre os sete anos de abundância no Egito, seguidos por mais sete de seca e fome, tornando-o poderoso no reino.

O capítulo está cheio de simbologias, mas o interessante é que os mercados agem desta mesma maneira. O matemático Mandelbrot¹ cunhou o termo *Joseph Effect* para descrever o comportamento contínuo e previsível dos mercados na maior parte do tempo: o famoso *bull e bear markets*, ou anos de opulência seguidos de anos de contração. Por outro lado, sabemos que nem sempre temos uma tendência definida e a Bíblia, no mesmo Livro do Gênesis, cita duas passagens em que descreve um cenário de ruptura.

A primeira relata o conto de Sodoma e Gomorra, duas cidades que teriam sido destruídas por Deus com fogo celeste como forma de expressar a ira divina por anos de práticas imorais aqui na Terra. Diz a Bíblia que, após o retorno de Abrão ao Egito, Deus resolveu castigar seus súditos que se haviam tornado grandes pecadores, e por isto arrasou as cidades, limpando-as das mais sórdidas práticas. Já a outra passagem conta a história de Noé, que no seu 600º aniversário teria recebido uma ordem para construir uma arca e juntar um casal de cada espécie viva da terra, pois Deus, cansado de tantas desfeitas, resolveu aplicar uma mudança radical, uma ruptura do *status quo*, alagando o mundo com a fúria das águas, sem aviso, de forma catastrófica mas transiente, para purificar a humanidade.

Maldebrot também cunhou o termo *Noah Effect* para apresentar um cenário caótico e sem previsibilidade, muito parecido com o que vivemos em março, na sua fase mais aguda, com a crise do coronavírus. Não estamos aqui insinuando que todos fomos penalizados por alguma força divina e que a crise atual é a versão moderna de Sodoma e Gomorra ou da história de Noé. Queremos chamar a atenção para o fato de que os mercados se comportam, na maior parte do tempo, como o conto de José e, em alguns casos raros, como o de Noé. E por isto devemos usar a ruptura como forma de crescimento, de purificação, porque são estes momentos

¹Benoit Mandelbrot (1924 - 2010) foi um matemático francês conhecido principalmente por suas contribuições no campo da geometria fractal.

preciosos que nos trazem a oportunidade de evoluir, mesmo sabendo que depois do dilúvio vem a calmaria. Aqui, acreditamos que o cenário de continuidade e previsibilidade estará conosco ainda este ano.

Abril foi um mês de recuperação dos mercados e, principalmente, dos nossos fundos, que performaram acima dos seus respectivos índices de referência. Mesmo ainda sendo cedo para comemorar, brindamos o mês de aniversário de dois anos do Trígono Flagship e do Trígono Delphos, ambos abertos em abril de 2018, com resultados excepcionais e na primeira colocação nos diversos acompanhamentos que fazemos da competição para os 24 meses.



Desde o início, nosso fundo puro-sangue Small Caps (Flagship) rendeu em 24 meses 48,4%, contra 6,9% do benchmark SMLL. Já o Dividendos Delphos Income retornou 13,6%, contra 10,2% do IDIV no mesmo período. Aproveitamos bem os momentos de *José* e não perdemos tanto nos cenários de *Noé*. Entretanto, o mais relevante são as mudanças que nosso gestor Werner fez nas carteiras. Como vem fazendo há alguns anos, concentrou suas apostas em empresas industriais que têm uma grande parcela ativa em dólar. Sendo assim, a crise atual que elevou a moeda americana para perto dos R\$ 5,50 trará enormes benefícios para estas empresas, ainda este ano. Os dividendos suspensos no curto prazo se acumularão com a geração abundante de caixa e poderemos ter *yields* acima de 10% para este ano, com o CDI perto dos 3%!

Além disto, fizemos um movimento de concentração das carteiras nestas mesmas empresas com teses de alta convicção, em detrimento das que vão sofrer mais o impacto da queda econômica, como varejistas e empresas ligadas à construção civil. De qualquer forma, nosso gestor explica, de forma bem didática, suas visões e principais movimentos nas carteiras.

Coincidência ou não, meu sócio também usou passagens bíblicas para dissertar sobre os mais diversos temas. Apesar de separados pelo *home office*, estamos muito sintonizados e em plena harmonia. Nossa proximidade com as empresas investidas é um grande trunfo para que possamos ter convicção a ponto de aumentar a concentração das carteiras nas teses mais sólidas. São justamente estas que mostram maiores assimetrias com a precificação de mercado e que terão o maior *upside* nos anos vindouros. Temos hoje na carteira empresas que valem, em bolsa, menos do que seus ativos. Outras são precificadas em metade do seu valor patrimonial. Por isto, ressalto a importância de ler as considerações do nosso CIO. Elas têm muito conteúdo e, mesmo sendo extensas, trazem muitos *insights* e confiança de que estamos no caminho certo.

Esta crise vai passar, mesmo sendo cedo para definir um prazo. O mundo biotecnológico está concentrado neste tema e em algum momento teremos uma solução. Bolsa perto dos 80 mil pontos vindo de um *low* de 63 mil ainda é um superinvestimento para o longo prazo. A janela de uma geração continua aberta para quem quer aproveitar. Depois que o mercado andar, não teremos outra como esta tão cedo.

Obrigado pela sua confiança. Estamos juntos, remando para sair mais fortes rumo à cura.

Frederico B. Mesnik
CEO

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



www.trigonocapital.com
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil

RESENHA MENSAL

PALAVRA DO GESTOR

ABRIL 2020

Prezados investidores,

A situação ligada à covid-19 parecia estabilizar-se e o mercado do petróleo ajustava-se a novos preços e redução de produção. Então, um novo furacão, estritamente doméstico e político, atinge o Brasil. Trump, incomodado com pesquisas eleitorais e o rumo que a pandemia tomou em seu país (pelo qual ele próprio foi um grande responsável), mira seus canhões econômicos para a China – esquecendo que seu arsenal está debilitado, enquanto o da China rapidamente recupera o vigor.

Soam os trovões. Hora de baixar as velas?

Eliminei a TV aberta do meu tempo dedicado ao lazer. Agora, acompanho seriados com temática histórica, como *Marco Polo*, *Otomanos e Império Romano* (recomendo todos desde já). Este último divide-se em três partes: *Júlio César*, *Tibério* e sucessor *Calígula* e *Comodo*. O imperador que dá nome ao último episódio, sucedeu ao seu pai Marco Aurélio (nascido em 121 EC e morto em 180 EC – Era Comum). Essa história, com toques de ficção, foi contada no filme *Gladiator*, de 2000). Curiosamente eu havia lido há dois anos o livro *Meditações*, uma espécie de diário pessoal escrito por Marco Aurélio, que a história registrou como um dos melhores imperadores romanos (o último bom, na verdade), que, além de grande general de campo, foi um filósofo, dedicado à corrente conhecida como estoicismo (representada por nomes como Sêneca e Epíteto).

Mas o que faz este interlúdio histórico numa resenha dedicada a investimentos? Vem para lembrar que a história é um repositório de experiências e ideias, e faz bem quem visita esse repositório para lá colher alguma orientação, algo que sirva como chave para abrir portas a novas elaborações, para a inspiração. Escolhi uma dentre cinco máximas de Marco Aurélio – uma que traz uma indicação preciosa para guiar nossos investimentos. Sugiro-a a todos, neste momento de tantas incertezas e que impõe tamanho teste aos nossos nervos:

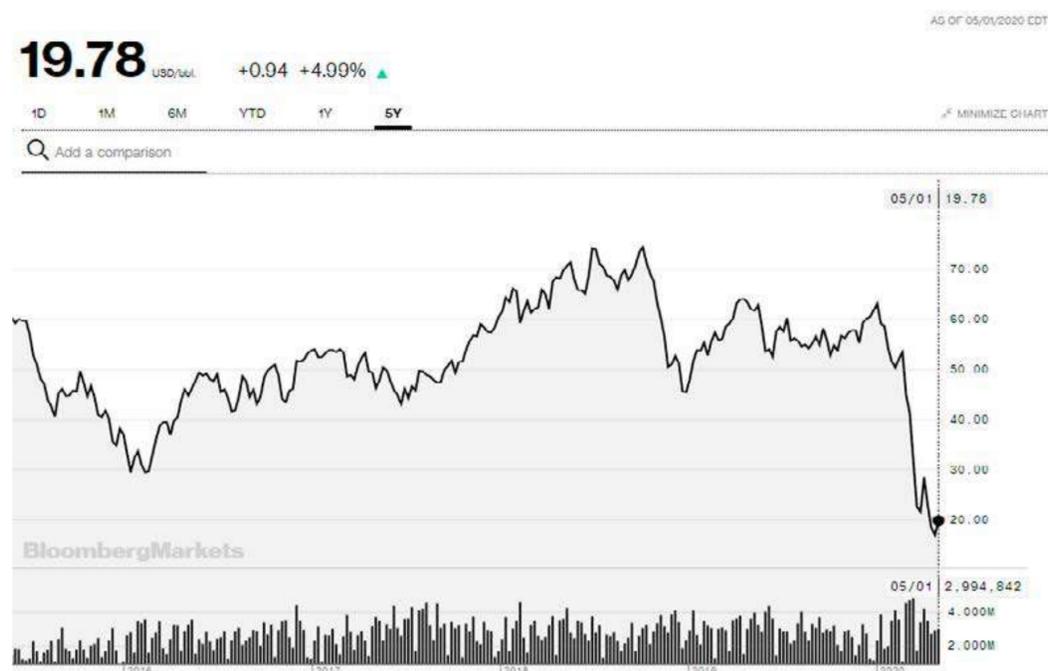
“Tu tens as forças para manter o equilíbrio emocional. Quando a força das circunstâncias te deixar como que trans-tornado, volta depressa a ti mesmo; não fiques fora do ritmo além do necessário, porque serás tanto mais senhor da harmonia quanto mais frequentemente voltares a ela.”

Com base na lição transmitida nesta citação, vamos tentar ajudar nossos prezados investidores e leitores a se orientarem ao tomar decisões, não só ligadas a investimentos, mas também, se nos honram com sua permissão, em âmbito pessoal, usando referências bíblicas como elementos inspiradores. Como sempre, escrevemos na parte final desta resenha sobre algum tema que achamos interessante e útil aos leitores. O tema será este.

Boa leitura.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pouca coisa se alterou dentro do último mês. As curvas de infecção e de mortes atribuídas à covid-19 começam a inclinar-se para baixo, especialmente na Europa, e na Ásia estão cada vez mais controladas, mas os efeitos econômicos subjacentes vão alastrando-se: o setor aéreo, bem como o de turismo e o financeiro, sofrem grandes impactos; o mercado de petróleo foi duramente atingido pelos preços e pela queda de demanda, contaminando toda a cadeia de produção e agentes econômicos envolvidos. O gráfico abaixo explica a dramaticidade da queda dos preços:



O PIB das várias regiões econômicas já aponta para baixo, com grande chance de queda mais acentuada do que na crise de 2008. A Ásia aparenta ser a região menos impactada, com a China encabeçando o ritmo de recuperação. Numa pequena analogia que já fizemos neste espaço: os EUA são o motor do mundo, como maior economia; já a China é a caixa de câmbio, que dá tração e velocidade. Os mercados emergentes (como o Brasil) são o combustível, fornecendo *commodities* como bens minerais e agropecuários – setores estes que, por aqui, estão entre os poucos beneficiados pela covid-19, pois a demanda por estes produtos se mantém (nossas proteínas continuam a alimentar o mundo). Uma possível nova área de atrito entre EUA e China poderá uma vez mais favorecer o Brasil como fornecedor de grãos e proteínas de origem animal ao mercado chinês.

Como esperado, o FED (Banco Central dos EUA) manteve inalteradas (entre 0% e 0,25%) as taxas de juros na reunião do último dia 29. Tendo praticamente esgotado seu estoque de política monetária, está de mãos atadas. A queda de 4,8% no PIB americano no trimestre sinaliza o quanto a economia já foi impactada, antes mesmo de os efeitos da pandemia atingirem seu clímax. As empresas têm publicado seus resultados, mas, em nossa opinião, eles apenas apontam os efeitos da pandemia em seus negócios – não dimensionam o tamanho dos efeitos futuros da doença. Analistas e gestores de investimentos, bancos e agências classificadoras de risco terão muito trabalho revisando modelos e reprecificando/reclassificando valores de ativos e riscos.

Mesmo diante de tantas incertezas, o índice S&P500, principal da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), teve alta de 12,7% em abril, recuperando boa parte das perdas: o acumulado do ano ficou em -9,85% (o que nos parece pouco, vista a gravidade dos efeitos econômicos da pandemia no país e nos resultados das empresas). Dada a velocidade dos acontecimentos, encerramos aqui esta seção.

Não comentaremos questões políticas, que também ganham novos contornos a cada dia (a cada hora?), mas não passa despercebido a ninguém um acirramento das tensões entre os poderes, num momento em que todos deveriam dedicar-se ao combate ao principal inimigo – a covid-19 –, minimizando seus efeitos na economia. O cenário de um país tentando erguer-se puxando os próprios cabelos afasta ainda mais o capital estrangeiro, tão necessário neste momento.

Também não temos muito a acrescentar em relação à nossa economia. A inflação continua controlada, mesmo após a disparada do dólar. O IPCA-15 de abril apontou para baixo (-0,01%, menor para o mês desde o Plano Real em 1994), mas no ano acumula alta de 0,94% e nos últimos 12 meses, de 2,92%. O grupo de Transportes (-3,19%) foi o que mais contribuiu para a queda, devido ao efeito dos combustíveis. Já o grupo alimentação teve índice positivo (+2,46%). Após a ponderação, os efeitos foram -0,30% e +0,48%, respectivamente.

O IGP-M exibiu comportamento distinto: elevações de 0,80% em abril, 2,5% no ano e 6,68% em 12 meses. O índice captura com mais intensidade o efeito do câmbio. Amplamente utilizado em contratos de longo prazo como aluguéis e serviços, causará muitos problemas, por trazer para a economia doméstica e para o bolso dos consumidores os efeitos da taxa de câmbio e dos preços de *commodities* no mercado internacional. Uma possível recuperação do preço do petróleo causará impactos no IGP-M e mais problemas aos contratos corrigidos por este índice (que cada vez mais se mostra inadequado).

Embora o CAGED não divulgue dados de emprego desde janeiro, o IBGE divulgou dados da PNAD Contínua (Pesquisa Nacional por Amostras de Domicílios Contínua), que mostra a taxa de desemprego em 12,2% no 1º trimestre de 2020, ante 11% no último trimestre de 2019. Perderam o trabalho 1,93 milhão de trabalhadores informais.

Além do desemprego, outros abalos a serem sentidos na economia serão a forte queda de arrecadação, a alta na inadimplência de empresas e indivíduos e o forte desequilíbrio das contas de estados e municípios. A combinação de tudo isso vai acabar nas contas do Tesouro: o governo federal torna-se a última opção de socorro, com BC, BNDES e os principais bancos para irrigar a economia com recursos e tentar minimizar os impactos de insolvência e efeito cascata. Governo, Câmara e Senado ainda trabalham para assistir os mais atingidos economicamente pela pandemia e manter a economia de certa forma funcionando. Muitas medidas ainda deverão ser tomadas; a conta, sem surpresa alguma, deverá ser distribuída para a sociedade, especialmente para nós, contribuintes.

As reformas entram em compasso de espera – e, talvez até por isso, tornam-se ainda mais urgentes. Privatizações ficam prejudicadas momentaneamente, mas não se tornaram menos fundamentais.

O câmbio é a grande válvula de escape. Reflete tanto questões políticas locais quanto questões globais – como a fuga de capitais de mercados emergentes e de economias mais fragilizadas. Nossa moeda apresenta a maior desvalorização em uma cesta com 34 divisas e reflete questões dos dois tipos – o real se desvalorizou



4,66% em abril e 35,6% no ano. O Banco Central atua de várias formas na tentativa de reduzir a desvalorização – mas, como sempre comentei, esse esforço todo equivale a enxugar gelo. Para piorar, a cada nova crise política, como a da última semana de abril, o gelo cresce, as reservas encolhem e aumenta a desconfiança dos investidores estrangeiros.

Em nossa opinião, o mercado deveria regular o câmbio e cobrar pedágio para a saída de capital e, no sentido inverso, incentivo para novos investimentos ou ingresso de recursos. Ao proporcionar liquidez, o BC incentiva a saída, reduzindo o preço do pedágio. O equilíbrio é determinado pelo mercado e não pelo BC.

Em abril, mantendo a tendência, investidores estrangeiros responderam por vendas líquidas no mercado da B3 de R\$ 5,1 bilhões, ante R\$ 3,1 bilhões de investidores institucionais. Os investidores individuais foram compradores líquidos de R\$ 7,3 bilhões, o que evidencia o movimento de transferência de recursos de renda fixa para ações; já as empresas compraram R\$ 1,1 bilhão, boa parte em ações próprias para tesouraria – movimento que apoiamos no caso daquelas com excedentes financeiros – e há um saldo de venda de R\$ 200 milhões relacionado a outros agentes de mercado. No ano, a venda de ações pelos investidores estrangeiros no mercado secundário já acumulou R\$ 69,4 bilhões, contra R\$ 44,5 bilhões em 12 meses em 2019 e R\$ 24,6 bilhões na crise de 2008. A saída de 2008 foi prontamente recuperada: R\$ 20,6 bilhões de compras em 2009 seguidas de R\$ 6 bilhões em 2019. Considerando o total de saída desde 2018, o saldo acumulado atinge R\$ 125,4 bilhões.

DESEMPENHO DOS FUNDOS

Temos a grata satisfação de apresentar o desempenho muito positivo dos quatro fundos em abril, dentro das respectivas estratégias. Além do resultado mensal e do acumulado do próprio ano, nossos fundos destacam-se em períodos mais longos. Abaixo, os comentários.

Trígono Delphos Income FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

O fundo teve valorização de 11,3% em abril e desvalorização de 22,3% no ano. O índice referencial IDIV, para comparação, teve ganho de 3,8% no mês e perda de 28,7% no ano. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Delphos teve ganho de 14,4% em 12 meses e de 13,6% desde seu início (26 de abril de 2018), ante perda de 7,2% do IDIV em 12 meses e ganho de 10,2% nos mesmos dois anos de existência do fundo.

As principais contribuições positivas vieram dos setores do Agronegócio (+4,1%), de Mineração e Metalurgia (+4%) e do Industrial (+2,5%). As maiores perdas vieram dos setores de Óleo e Gás e Varejo (ambos com queda de 1,1%). Os desempenhos positivos vieram após quedas acentuadas no mês anterior, sem novos fatos relevantes – mas o efeito câmbio, que favorece nossas principais posições num cenário de desvalorização do real, pode ter atraído atenção do mercado e de novos investidores; isso favorece a valorização dessas ações.





Trígono Verbier FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

O fundo teve ganho de 12,6% em abril e desvalorização de 20,4% no ano – contra ganho de 10,2% no mês e perda de 30,4% no ano no índice referencial Ibovespa. Em 2020, portanto, o Verbier tem dez pontos percentuais de vantagem sobre a referência. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Verbier apresentou valorização de 27,7% em 24 meses (contra queda de 3,8% do IBOV), 121,8% em 36 meses (27,2% do IBOV) e 359% em 48 meses (54% do IBOV).

O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de clube para fundo de investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017 tinha taxa de administração de 2% e 20% de performance.

As maiores contribuições para os resultados vieram dos setores Químico (+4,2%), de Agronegócio (+3,8%) e de Mineração e Metalurgia (3%). Já as contribuições negativas vieram de Papel e Celulose (-0,6%) e Comércio (-0,2%). Aqui também o ganho veio na esteira de quedas acentuadas um mês antes, sem novos fatos relevantes, e o fator câmbio é igualmente positivo para o posicionamento da carteira (a desvalorização do real favorece os resultados das principais empresas investidas).

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O fundo teve valorização de 14,4% em abril e queda de 23,7% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve ganho de 10,2% no mês e perda de 34,1% no ano. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Flagship teve ganhos de 23,2% em 12 meses e de 48,4% desde seu início (24 de abril de 2018); o SMLL, por sua vez, perdeu 4,6% em 12 meses e ganhou 6,9% nos mesmos dois anos de existência do Flagship – que entregou, assim, uma vantagem (um alfa) de nada menos que 41,5% (ou cerca 20 pontos percentuais ao ano).

Os setores com as maiores contribuições positivas foram o Agronegócio (+4,9%), Industrial (+3,9%) e Mineração e Metalurgia (+3,1%). Já os setores de Óleo e Gás e Varejo perderam 0,9% e 0,4% respectivamente. As altas, como nos casos dos dois fundos comentados anteriormente, vieram da reversão das quedas acentuadas no mês anterior, sem novos fatos relevantes – e aqui também o efeito cambial teve seu papel.





Trígono 70 Previdência FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)

O fundo (aberto em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 11% em abril e desvalorizações de 16,8% no ano e de 3% desde seu início, contra variação positiva de 3% do CDI no período desde o início do fundo.

As maiores contribuições positivas vieram de Agronegócio (+3,5%), Mineração e Metalurgia (+3,4%) e Industrial (+1,6%). Óleo e Gás (-0,4%) e Varejo (-0,1%) foram responsáveis pelas contribuições negativas.

ESTRATÉGIA

Com o cenário político nacional tornando-se mais complicado e confuso, e com a nova ofensiva do presidente Trump contra a China – desta vez acusando-a de criar a covid-19 em seus laboratórios –, nossa estratégia defensiva ganha força. Em abril, reduzimos e encerramos posições em empresas que não se encaixam no perfil estabelecido e reforçado (ter receitas em moeda estrangeira e dívidas baixas ou concentradas em moeda local). Conversamos com dirigentes das principais empresas investidas e o que obtivemos foram informações positivas em relação a gestão de caixa e perspectivas de negócios.

Dessa forma, aumentamos as concentrações nas empresas enquadradas no perfil. Algumas posições, embora não estritamente dentro do perfil, possuem atenuantes ou tiveram seus negócios pouco afetados pelas particularidades dos mercados em que atuam e mesmo pelo tipo de negócio das empresas. Por exemplo: o Fundo Flagship encerrou abril com concentração de 80,4% na parte correspondente a ações dentro das sete principais posições. No Fundo Delphos Dividendos, a concentração é de 82,6%, enquanto no Verbier as seis maiores posições representam 83,1% da parte de ações. Na parcela correspondente a ações do Trígono Prev 70, as sete maiores posições representam 72% do total (concentração pouco menor que nas demais carteiras).

As concentrações evidenciam nossas convicções, e mostram a consistência entre os portfólios, ainda que cada um tenha seu próprio índice de referência e características próprias.

Diante do cenário atual, essa estratégia e esse posicionamento das carteiras devem manter-se. Sempre avaliamos novas oportunidades, desde que atendam os requisitos já elencados e os objetivos dos fundos.

Um guia de orientação pessoal para investimentos

Como comentado na abertura desta resenha, usaremos eventos e personagens bíblicos como forma de ajudar os leitores a tomarem decisões relacionadas a seus investimentos – e mesmo em questões pessoais.

Três Reis Magos: diz a tradição bíblica cristã que três Reis Magos visitaram Jesus após seu nascimento, trazendo como presentes ouro (símbolo de realeza), incenso (de divindade) e mirra (de humanidade).

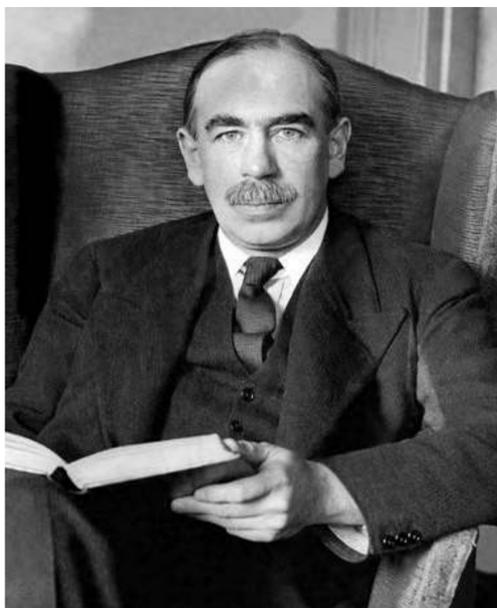
Fazendo um paralelo, elegemos nossos “Três Magos dos Investimentos”:

- **John Maynard Keynes** (1883-1946),
- **Benjamin Graham** (1894-1976) e
- **Charles Munger** (96 anos).

Estes “magos” trazem notável contribuição ao mundo dos investimentos. Estudaram e praticaram (no caso de Munger, ainda pratica) princípios com os quais estamos alinhados e que buscamos praticar.

Cada um escreveu livros importantes:

Keynes



Autor de mais de 20 obras, com destaques para *As Consequências Econômicas da Paz* (1919 – logo após a 1ª Grande Guerra), *Um Tratado sobre Probabilidade* (1921, exercendo seu talento matemático) e, talvez o mais importante, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936). Keynes foi um notável investidor, e o primeiro a investir em ações recursos institucionais (no caso, da King's College, que administrava recursos e reservas financeiras das universidades de Cambridge e Oxford), permanecendo como CIO (gestor chefe) de 1924 até o ano de sua morte, 1946. Além de gestor da King's College, Keynes foi um grande investidor e especulador pessoal, usando alavancagem financeira (que lhe trouxe também enormes perdas, tendo chegado mesmo a quebrar em 1920, em apostas erradas em moeda). Destarte, foi talvez o precursor dos *hedge funds*, ou fundos multimercados, investindo em ações, dívida de governos, moedas, *commodities* e imóveis.

Em nossa resenha mensal de setembro de 2019 dedicamos a ele uma seção intitulada *Sir John Maynard Keynes, Grande Investidor e Nossa Referência*. Lá, resumimos a história deste notável mago da economia e dos investimentos. Aqui, reproduzimos o Epílogo da breve história sobre o economista, por entendermos que se relaciona muito à política americana e aos dilemas enfrentados pelo ministro Paulo Guedes – adepto de Adam Smith, mas que neste momento deve estar revendo conceitos e buscando apoio nas crenças de Keynes:

“Em sua última viagem para a América, Keynes foi convidado para as reuniões inaugurais do Banco Mundial e do FMI, em Nova York, mas se aborrece profundamente nesses eventos. Até então um admirador do estilo pragmático e do espírito colaborativo dos EUA, Keynes fica indignado pelo fato de o país estar tentando tomar vantagem de sua forte posição econômica em decisões das duas instituições. Os demais países, em razão de sua fragilidade, apoiam os americanos, não porque querem, mas porque são obrigados devido à necessidade de ajuda econômica que precisam. Desapontado, ele abandona seus planos de férias, toma um trem para Washington e, na noite de 19 de março de 1946, sofre um sério infarto. Após recuperar-se do infarto, em 11 de abril ele janta com o presidente do Banco da Inglaterra e comenta esperar que a “mão invisível” de Adam Smith pudesse tirar o Reino Unido do buraco econômico em que se encontrava, contrariando sua tese econômica de dez anos atrás. No dia 21 de abril de 1946, Sir Keynes faleceu em sua cama em casa, onde costumava trabalhar e ler os balanços e relatórios de empresas. No dia 22 de abril, o obituário escrito pelo The Times afirma que, para encontrar um economista com a influência comparável, era necessário retornar a Adam Smith¹.”

Graham

Britânico como Keynes, é considerado o pai da estratégia *buyandhold* (ou compre e mantenha) e entre os vários *papers* que escreveu está o clássico dos clássicos *Security Analysis (Análise de Valores Mobiliários*, em tradução livre), de 1934, em parceria com David Dodd, quando ambos lecionavam na Universidade de Columbia. Atualizado em várias edições subsequentes, este livro deu base ao conceito de *Value Investing* (Investindo em Valor, em tradução livre). Foi editado após a Grande Depressão, o que conferiu ainda mais importância aos seus pensamentos.



¹Adam Smith (1723-1790), economista escocês considerado pai da ciência econômica moderna e mais importante teórico do liberalismo econômico, foi autor do livro *A Riqueza das Nações* (1776). Para Smith, os agentes que atuam no mercado, agindo exclusivamente em interesse próprio, promoviam o bem-estar da sociedade, sendo esse fenômeno a “mão invisível” do mercado.

²Para Keynes, o Estado era indispensável no controle da economia para gerar o pleno emprego. Oposto aos liberais, ele acreditava que, em momentos de crise econômica, a busca pelo interesse próprio dos empresários era danosa à sociedade e retroalimentava as crises. Estas, para terminar, deveriam contar com a “mão” do Estado mediante aumento dos gastos públicos.

A obra explora os conceitos de investimentos especulativos de longo prazo. Mas seu livro mais conhecido e verdadeira referência é *O Investidor Inteligente*, publicado pela primeira vez em 1949 e com várias edições (a última revisada por Graham é de 1973). No Brasil a primeira edição em português foi publicada em 2007 pela editora Nova Fronteira. A obra, verdadeira bíblia prática dos investidores, reforça o conceito de *Value Investing*, com horizonte de longo prazo e em empresas sólidas. Também faz parte das nossas crenças e práticas.

Munger



Ainda é ativo. Tive a oportunidade de conhecê-lo pessoalmente em 2006, num evento da Western Asset Management (WAM) em Pasadena, na Califórnia (tive o prazer de trabalhar na WAM por dois anos, de 2005 a 2007). Palestrando em uma empresa 100% dedicada à gestão de recursos de renda fixa, Munger brincou logo no início, dizendo estranhar ser convidado, pois ele mesmo não investia em renda fixa. Contou sua história pessoal e de como conheceu casualmente, em 1959, seu amigo Warren Buffett em um jantar – foi um “amor à primeira vista”, tal o alinhamento das visões de ambos sobre investimentos. Desde então, são sócios.

Munger talvez seja, além do grande inspirador Graham, a pessoa que mais influenciou Buffett nas tomadas de decisões e nos princípios de investimentos, e é considerado seu braço direito (Buffett também cita Keynes como grande inspirador). Munger iniciou seus estudos em matemática em 1941 na Universidade de Michigan, abandonando o curso em 1943 para servir à Força Aérea Americana durante a 2ª Grande Guerra. Voltou a estudar em Harvard (direito), onde se formou em 1948.

Grande estudioso em diversos assuntos, Munger tem como grande inspirador Benjamin Franklin (1706-1790), considerado um dos norte-americanos mais notáveis. Franklin, além de líder revolucionário, foi religioso calvinista, um dos grandes maçons americanos, cientista conhecido pelos estudos da eletricidade, ministro, diplomata, editor de jornais, e figura entre os pais da independência americana. Em 1732 começou a publicar o famoso *Poor Richard's Almanac* (atualizado durante 25 anos consecutivos), sob o pseudônimo Richard Saunders; cobrindo os mais variados assuntos, o *Almanac* tornou-se uma das publicações mais populares nos EUA.

Inspirado em Franklin, Munger escreveu o seu *Poor Charlie's Almanack*, publicado em 2005 e 2006. Recebi do próprio autor a edição autografada no evento da WAM em Pasadena e considero o livro mais completo sobre investimentos, filosofia, conhecimentos gerais, psicologia comportamental nos investimentos etc. Embora tenhamos Keynes como referência, há uma grande admiração por Munger, mago do conhecimento generalista e investidor, sempre nos inspirando por meio da leitura do seu *Almanack*. Para aqueles que dominam o inglês e se interessam em aprender sobre investimentos, filosofia e tantos outros assuntos, a obra de Munger é um investimento mandatório, verdadeira bíblia para investimentos e para a vida cotidiana. Tenho em comum com Munger o interesse por investimentos, por história e pelo método da tentativa e erro.

Caros leitores, desculpo-me pela exposição extensa sobre esses “magos” dos investimentos, mas todos são fonte de referência para o que vem a seguir (e por eventuais equívocos ou maus conselhos, também desde já peço perdão).

Os Sete Pecados Capitais: Avareza, Inveja, Ira, Gula, Luxúria, Preguiça e Soberba.

Os Sete Pecados Capitais dos Investimentos e dos Investidores:

Avareza: apego demasiado aos bens materiais e dinheiro, deixando Deus em segundo plano. Creio que muitos investidores de fato se apegam ao dinheiro e deixam de desfrutar aquilo que ele proporciona. Nos investimentos, podemos apegar-nos a tipos específicos, setores ou empresas. Desfrute a vida: tire férias, invista o seu tempo na família e nos amigos, alargue seu universo de investimentos e se desfaça daquilo que não mais atenda a seus objetivos.

Conselho: desfrute a vida e seja flexível.

Inveja: ignora seus próprios desejos e bênçãos e cobiça e prioriza o que pertence a outros. O investidor acredita que outros sabem mais e têm informações privilegiadas (crime, cuidado), e deseja participar deste grupo. Não admite ficar fora de um IPO porque as corretoras de valores indicam que existem dez vezes mais demanda do que será ofertado. Ele se desfaz de seus investimentos e segue recomendações de terceiros, pois acredita que “a galinha do vizinho é mais saborosa”.

Conselho: esqueça os **outros** e se desfaça daquilo que não lhe é mais útil, priorizando os **próprios** objetivos e necessidades.

Ira: sentimento de rancor, ódio descontrolado. Gera sentimento de vingança e desejo de extirpar a causa da raiva. É uma das emoções humanas mais intensas e destrutivas. O sentimento de perda é um dos piores nos investidores, levando-os a uma cautela excessiva (menos frequente) e a decidir no calor desse sentimento. Leva a impulsos ou decisões como “nunca mais investirei em bolsas de valores ou em determinados ativos”, ou a voltar-se contra alguém, consultor ou entidade supostamente responsável pelas perdas. Pessoas com tais sentimentos muitas vezes dedicam uma idolatria cega àqueles que permitiram ganhos. Este sentimento de ira recai sobre pessoas, ativos ou empresas vistos como culpados pelas perdas, mas quem sofre com esse sentimento esquece que é ele o responsável final por decisões de investimentos.

Conselho: respire fundo, relaxe, e pense dez vezes antes de decisões precipitadas. Em investimentos não caem as palavras vingança e remorso.

Gula: mesma palavra em latim. Desejo insaciável, além do necessário, prazer em comida, bebidas, drogas e até sexo. Busca da satisfação imediata e intensa, também se aplica a dinheiro, ou ganho rápido, desprezando o princípio de investir no longo prazo. Aceita tomar muito risco, especulação, alavancagem financeira desmedida.

Conselho: moderação e busca por retornos com horizonte no longo prazo, garantindo uma aposentadoria tranquila em vez de enriquecimento rápido por meio de riscos excessivos que muitas vezes se traduzem em perdas definitivas.

Luxúria: sentimento parecido com a gula, é o desejo sensual, material e egoísta. É o deixar-se dominar pelas paixões, o apego ao prazer imediato, a crença em que aquilo que está dando certo continuará a dar certo. Em investimentos, há um estilo, ou técnica, conhecido como *Momentum*. Esse estilo/técnica privilegia investimentos na tendência recente dos mercados, setores ou ações. É muito valorizado por quem aprecia a análise gráfica ou técnica, como se denominam (com a qual não compactuamos). Alguns investidores com este perfil investem em opções que podem gerar ganho rápido e substancial, aumentando as apostas – com o risco inerente de ver tudo, como se diz no jargão financeiro, subitamente “virar pó”. É típico também dos investidores em criptomoedas (palavra que, a título de curiosidade, compartilha a mesma raiz etimológica da palavra *cripta* – sepulcro, segundo o *Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa* – ou encriptar, relacionado a código secreto ou seguro, cabe ao leitor decidir).

Conselho: devagar se vai ao longe, como diz o dito popular. Ou seja: passos lentos e seguros levarão ao destino final da mesma forma, com a vantagem de proporcionar o desfrute dos prazeres da vida sem os excessos ou as perdas bruscas.

Preguiça: do latim *prigritia*, representa inatividade, desleixo, negligência, falta de empenho, de natureza física ou psíquico-emocional. Em investimentos, associamos esta palavra a carência de diligência ao apoiar-se em análises rasas e rápidas. Acreditar apenas na conclusão de terceiros, não realizar as próprias análises e pesquisas, falta de interesse na aprendizagem. Mostra acomodação em investimentos de baixo risco e retorno. Investidores com tal perfil se apegam à zona de conforto e abdicam de mudanças, pela inércia e carência de vontade de se abrir a perspectivas e possibilidades diferentes de investimentos. Adoram mitos, mesmo que falsos, idolatram falsos profetas.

Conselho: pesquise, estude, leia biografia de investidores ou gestores que já provaram sucesso. Como se diz em inglês: *move!*, aja, saia da inércia e do conforto. Troque o WhatsApp por leituras construtivas – livros e e-books certamente não faltam.

Soberba: do latim *superbia*, é sinônimo de vaidade, orgulho e arrogância. Para o filósofo São Tomás de Aquino, era um pecado tão grande que deveria ser separado dos demais. A falsa humildade deriva igualmente da soberba. Estes atributos são típicos de pessoas que atingiram grande sucesso pessoal, profissional e político, e daí adquiriram excesso de confiança. Grandes derrotas militares são exemplos do que pode advir deste pecado (erro crasso – Crasso, general romano que ficou famoso por derrotar a revolução comandada pelo gladiador Espártaco, considerado o mais rico romano da história, perdeu a vida e sofreu uma das mais desastrosas campanhas militares de Roma na Pérsia). Para investidores, e especialmente nós, gestores, é um grande risco. Acreditar na infalibilidade, eliminar da memória erros cometidos e fixar-se apenas nos sucessos, tudo isso reduz nossa aprendizagem com erros passados. Investidores soberbos costumam ancorar decisões de investimentos em eventos futuros que consideram positivos, ignorando sinais negativos. Desprezam opiniões alheias. A psicologia comportamental em investimentos considera este um dos maiores riscos: a autoconfiança exagerada, baseada no sucesso recente ou recorrente. Observamos tal comportamento em *blogs*, portais, *youtubers*, consultorias etc., alardeando seu conhecimento ou receitas para enriquecimento rápido e fácil. Aqueles que acreditam e seguem cegamente tais promessas reúnem vários dos pecados capitais acima explicados.

Conselho: para combater ou minimizar este pecado, talvez o maior e mais perigoso de todos, humildade, estudo, gratidão e solidariedade. Agradeça a Deus e a todos que o ajudaram no sucesso, reconheça que somos meros instrumentos e não a fonte do sucesso, e compartilhe com a sociedade, família, amigos e colegas profissionais os frutos obtidos.

Explicados os pecados (e como evitá-los ou mitigá-los), vamos aos Dez Mandamentos que nos ajudam a conduzir investimentos ao sucesso. Tais mandamentos são opiniões pessoais ancoradas em diversas fontes, além de experiência pessoal e profissional.

Os Dez Mandamentos dos Investimentos



Antes de começar a investir (na verdade, isso é benéfico a qualquer momento), as pessoas ou investidores devem fazer uma espécie de autoanálise – colocar-se questões básicas como objetivo, horizonte, tolerância a perdas, capacidade de poupança ou investimento no longo prazo, reservas financeiras, previdência complementar, conhecimento das diferentes alternativas de investimentos e riscos associados. Muito importante é tentar estabelecer a necessidade de uma renda após a aposentaria e como será obtida – se por meio de aposentadoria via previdência social, FGTS, previdência complementar e investimentos em carteira própria (incluindo ações, fundos de investimentos, imóveis para renda, poupança etc.).

O ideal é escrever estes pontos e todo ano revisá-los, avaliando os investimentos e se fazem sentido. Os mandamentos que elencamos não estão em ordem de importância – diferentes pessoas têm diferentes necessidades, perfis de risco, renda, patrimônio acumulado etc. Trata-se de um guia que, esperamos, será útil para estabelecer uma carteira de investimentos para atingir os objetivos.

1. Paciência: não espere retornos rápidos, reavalie frequentemente porque investiu e se esses motivos ainda estão presentes. Muitas vezes nos desfazemos de investimentos muito rapidamente e depois nos arrependemos por não respeitarmos o prazo que estabelecemos inicialmente. Para ações ou fundos de ações, recomendamos um prazo de pelo menos três anos.

- *Aquele que tiver paciência terá o que deseja* (Benjamim Franklin).

- *As ações são o maior mecanismo de transferência de riqueza dos apressados aos tranquilos* (Warren Buffet).

2. Conhecimento: Warren Buffet sempre diz que devemos investir em nosso círculo de competência. Evite investir no que não conhece, como imóveis, criptomoedas, "negócio fantástico" ou qualquer ativo simplesmen-

te porque está “rendendo bem” e os amigos supostamente estão ganhando. O mesmo vale para ações: não compre ações de empresas ou setores que não conhece bem só porque estão subindo e “todo mundo” está recomendando.

- *Eu acredito na disciplina de dominar o melhor que outras pessoas já descobriram. Não acredito em simplesmente ficar sentado e sonhar com tudo por si mesmo. Ninguém é tão inteligente* (Charles Munger).

- *Não tenho o conhecimento inato. Simplesmente amo o passado e adoro investigá-lo* (Confúcio, considerado um dos mais influentes filósofos e pensadores chineses, exemplo de ética, justiça e valores humanos).

- *Os investimentos em conhecimento geram os melhores dividendos* (Benjamin Franklin).

3. Disciplina: reavalie com frequência porque investiu, se ainda faz sentido, se o prazo determinado ainda está dentro do objetivo inicial. Se possui recursos disponíveis, invista continuamente em vez de desperdiçar trocando de carro todo ano ou gastando sem necessidade apenas porque tem “dinheiro sobrando”. Em investimentos, temos de ser como monges budistas ou iogues indianos.

- *A disciplina é a mãe do êxito* (Ésquilo, dramaturgo grego considerado o pai da tragédia).

- *Não precisamos ser mais espertos do que os outros. Precisamos ser mais disciplinados* (Warren Buffet).

4. Ler e Estudar: aprenda todo dia. Amanhã saberemos mais do que hoje. Pesquise e conheça em que vai investir. Um professor de matemática da faculdade (que me reprovou, inclusive) dizia que ninguém consegue comer um boi num dia só, mas podemos comer um bife todo dia. Portanto, não adianta estudar apenas na véspera da prova. O mesmo serve para investimentos. Estude, estude, estude. Se a disciplina é o caminho, o estudo é o modo de trilhá-lo. Devagar se chega longe – mas isso se não pararmos de caminhar. Este mandamento está associado a Conhecimento e Disciplina, e todos se reforçam mutuamente.

- *É impossível para um homem aprender aquilo que ele acha que já sabe* (Epiteto, pensador e filósofo grego).

5. Evitar a teimosia: não confunda teimosia com paciência. Quando erramos numa decisão de investimento, insistir em comprar mais porque ficou mais barato pode resultar em ainda mais perdas e impede que recuperemos essas perdas por meio de outros investimentos. A esperança de que surja um fato novo não corrige nossos erros e apenas protela ações corretivas.

- *Teimosia e estupidez são gêmeas* (Sófocles, pensador e dramaturgo grego).

6. Não apostar: apostas são um divertimento que nada tem a ver com investimentos. Corridas de cavalos, cassinos e até pôquer a dinheiro podem ser boas diversões, mas coloque na conta o lucro do estabelecimento e os impostos, e o prejuízo é quase certo para a maior parte dos jogadores. Investimentos que dependem de fatores fora de controle, eventos extraordinários, *inside information* (que é crime), tudo isso são apostas, e a probabilidade de sucesso é baixa. Evite este tipo de atitude. Melhor se divertir em Las Vegas ou Punta del Leste.

- *Nunca faça apostas. Se sabes que vais ganhar, és um patife, e se não sabes, és um tolo* (Confúcio).

7. Distinguir preço de valor: se você não consegue calcular ou estimar o valor de determinado investimento, esqueça. Você compraria um automóvel ou uma casa baseado apenas no preço do anúncio? Antes da compra você terá, por óbvio, pesquisado e analisado outras ofertas. Investir em ações é o mesmo. O mercado anuncia a cada segundo quanto a média dos investidores lhe oferece para que você compre. O investidor ou comprador determina o valor justo. Quanto maior este for em relação ao que o vendedor lhe oferece, mais atraente é o investimento.

- *Por algum motivo, as pessoas se baseiam nos preços e não nos valores. Preço é o que se paga, valor é o se leva* (Warren Buffet).

- *O mercado é cheio de experts que sabem o preço de tudo e o valor de nada* (Phillip Fisher, renomado investidor e referência em investimentos).

8. Não diversificar excessivamente: o excesso de diversificação, na realidade, representa falta de confiança ou desconhecimento. Uma carteira de sete a 15 ações, a depender do tamanho do capital investido ou horizonte de investimento, está adequada. Obviamente a diversificação depende da tolerância ou do perfil de risco do investidor. Investimentos em renda fixa têm como objetivo preservar o capital, renda variável visa ao crescimento do capital no longo prazo. Investimentos em outros ativos (moedas ou ouro, por exemplo) podem servir como diversificação, mas também podem trazer perdas substanciais, especialmente se o investimento ocorrer durante crises: na normalização dos mercados, os preços também caem.

- *Não invente nem adivinhe o que o mercado está fazendo. Descubra empresas que você compreenda e concentre-se nelas* (Sir John Maynard Keynes).

- *A diversificação é uma proteção contra a ignorância. Faz pouco sentido para quem sabe o que está fazendo* (Warren Buffet).

9. Não acreditar na racionalidade do mercado: como observamos neste momento, o mercado age em bloco (como verdadeira manada), independentemente de os investidores serem principiantes ou gestores experientes e sofisticados. Como em todas as crises passadas, os preços dos diversos ativos sofrem enormes flutuações, e após a normalização podem voltar à condição anterior, em alguns casos superando a situação prévia com grande margem. Ninguém consegue prever o futuro nem adivinhar os pontos máximo e mínimo das ações ou ativos financeiros. Se não precisar dos recursos, evite negociar em momentos de grande *stress*. A perda será quase certa.

- *Se você quer ter resultados melhores do que a maioria das pessoas, faça as coisas de forma diferente da maioria. A época de maior pessimismo é a melhor para comprar, e a de otimismo, a melhor para vender* (Sir John Templeton, um dos maiores investidores da história; filantropo, trabalhou até sua morte aos 95 anos).

- *As pessoas não conseguem prever o que irá acontecer no mercado de ações* (Benjamim Graham).



10. Investir em empresas sólidas e que pagam bons dividendos: comprar e vender ações apenas de olho no ganho de capital não passa de aposta, esperança de que alguém vá pagar mais caro por algo que você está comprando hoje. Investimentos em ações devem objetivar renda, e esta depende de dividendos, e ganho de capital, mas este depende do mercado e não da empresa investida. Empresas bem geridas, com práticas socioambientais e de governança adequadas, bons negócios ou atuação em nicho com barreiras à entrada de competidores, estão fadadas a se valorizar no longo prazo e principalmente, proporcionar renda consistente. Dividendos permitem o desfrute desta renda ou novos investimentos na empresa. Surge aí um círculo virtuoso.

- *A ambição universal dos homens é viver colhendo o que nunca plantaram* (Adam Smith).

Com este décimo mandamento, resumo muito do que acredito, do que aprendi, pratiquei, errei e continuo a praticar, tendo os maravilhosos mestres aqui citados, e outros mais, como referência. Dividendos são como frutos de uma árvore que alguém semeou, cuidou e deixou para a posteridade, para que nossos herdeiros ou sucessores se alimentem e plantem tantas outras.

Para finalizar: investir é como um pêndulo. Oscila entre a ciência e a arte, e o acaso e o inesperado se intrometem de tempos em tempos. Para alguns, tais eventos são azar ou crises; para outros, sorte ou oportunidades. Cabe a investidores e gestores decidirem como agir nesses momentos: lamentar ou seguir rumo a um futuro melhor que há de vir.

Esperamos que esta possa ter sido uma contribuição, mesmo que modesta, para ajudar nossos leitores e investidores a gerir seus próprios recursos financeiros. Esperamos ter despertado a curiosidade e a vontade de aprender um pouco mais neste misterioso e fascinante mundo dos investimentos.

Os investimentos em conhecimento geram os melhores dividendos (Benjamim Franklin).

Werner Roger
Sócio e gestor

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



www.trigonocapital.com
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil