



Oportunidades para Investidores Pacientes

Braga, 7 de novembro de 2018

Estimados Clientes,

Os principais índices de ações caíram em outubro entre 6 a 8%. Este foi o segundo pior mês desde março de 2009. As correções tão significativas nos mercados acionistas justificam esta carta.

As perdas potenciais (no papel) podem fazer com que os investidores percam o norte. Quando as cotações da carteira de investimentos caem abruptamente, é natural temer que caiam mais. Avaliar a nossa riqueza líquida com base nas últimas cotações pode parecer apropriado uma vez que, se vendêssemos as nossas ações hoje, essa seria a liquidez resultante.

Os investidores devem, no entanto, adotar uma forma de pensar menos simplista.

Aquilo que a nossa carteira realmente vale não é o que o mercado pagaria hoje. O verdadeiro valor dos títulos que temos em carteira depende dos negócios subjacentes e da riqueza que estes produzirão no futuro e que receberemos sob duas formas: dividendos periódicos e os lucros que, não sendo distribuídos, são reinvestidos para a expansão do negócio e das suas vantagens competitivas – aumentando o potencial da empresa ganhar mais no futuro. Com tempo, a cotação de mercado tenderá a refletir o valor intrínseco acumulado. É nisto que acreditamos na Casa de Investimentos.

Tentados a vender nas quedas de mercado, os investidores devem ponderar não apenas o que recebem em troca (a segurança da liquidez), mas também aquilo de que estão a desistir (um título substancialmente subavaliado que, emoções à parte, seria uma melhor compra que uma venda aos preços atuais). É por este motivo que uma análise profunda do negócio subjacente é tão importante. É esta análise que nos oferece a confiança para não perder o norte – para manter os títulos e comprar mais – mesmo nos piores dias do mercado. Afinal, um bom negócio faz-se na compra, quando compramos barato.

Quando o mercado, na ausência de desenvolvimentos adversos, faz cair o preço de um título já desvalorizado e o torna uma pechincha ainda maior – como se tem verificado com a cotação das ações de muitas empresas - isto não é motivo para entrar em pânico, ou sequer para preocupação. Para nós, é motivo sim para excitação face à perspectiva de comprar mais de um excelente negócio ou iniciar uma posição nova. Foi isto que fizemos ao longo dos últimos 8 anos e é o que nos parece ser uma estratégia intemporal de criação de riqueza.

Por isso, outubro foi para nós e para os nossos Clientes um excelente mês: completámos posições de títulos que havíamos iniciado e que agora vieram fazer a cotação que exigíamos para os reforçar, iniciámos novas posições em empresas que julgamos excepcionais e que no último ano caíram 30% ou mais e reforçámos globalmente a carteira para a preparar para os próximos 3 a 5 anos, aumentando o seu potencial de valorização.

Hoje, as nossas carteiras têm um PER (rácio entre o preço das ações e os lucros que geram) estimado de 9,5 contra 14,4 do MSCI World, o valor contabilístico é de 1 contra 2,3 vezes, do mesmo índice e o dividendo é de 2,8% contra 2,6% do mesmo índice. Para além disso, as empresas em que estamos investidos têm um endividamento substancialmente menor e são em média mais rentáveis. Hoje não vemos alternativas de investimento noutras classes de ativos que nos possam pagar estes rendimentos (a título de exemplo, as obrigações a 10 anos do governo alemão, pagam um cupão de 0,45% ao ano) e ao mesmo tempo assegurar grande liquidez, segurança e potencial de valorização no longo prazo.

O nosso objetivo com esta comunicação é assegurar que os nossos Clientes olham para a sua carteira de ações da mesma forma que o fazem com um apartamento, uma casa, uma quinta ou a sua empresa - e nestas não existem cotações diárias -, ignorando possíveis compradores se estes oferecerem 20 ou 30% menos do que julga valerem estes seus ativos. Se comprarmos uma casa por 200 mil euros e, passadas semanas, alguém nos oferecer por ela 160 mil, nós não vendemos. Por que razão tantos o fazem nas ações? Porque não aproveitam os saldos para reforçar a sua exposição a excelentes negócios mundiais que continuarão a criar riqueza para os seus acionistas?

David Swensen (gestor do endowment da Universidade de Yale desde 1985 e com retornos anualizados de 13% ao ano) escreve no seu livro, *Unconventional Success*: “a teoria financeira prevê e a experiência prática demonstra que as ações têm retornos superiores a quaisquer outros investimentos ao longo de um período de tempo razoável. O alinhamento de interesses entre os acionistas das empresas e os seus gestores tendem a servir melhor os interesses e objetivos de ambos”. Não podíamos estar mais de acordo.

Sabemos, no entanto, que muitas pessoas não estão preparadas psicologicamente para ter ações. As experiências passadas são más, não o fizeram com uma estratégia de valor a longo prazo, por desconhecimento ou outra razão. No entanto, estou convencida que mais pessoas investiriam em ações se fossem educadas para aquilo que estão realmente a comprar – fatias de um negócio – e se tomassem consciência que quanto mais tempo tiverem ações menos arriscadas elas se tornam. Ao contrário, quanto mais longa for a maturidade de uma obrigação mais arriscada ela é. Enquanto que as empresas são “organismos vivos” que se vão adaptando às circunstâncias macroeconómicas ou conjunturas menos favoráveis e procuram o lucro, os ativos de taxa fixa ou indexados a determinada moeda sofrem erosão monetária.

No curto prazo, os investidores não conseguem controlar os desfechos dos investimentos, mas conseguem controlar os processos pelos quais investem. Na Casa de Investimentos, acreditamos que se nos mantivermos focados em seguir um processo de investimento bem concebido, faremos bons investimentos de longo prazo. E sabemos que, se o fizermos, conseguiremos bons retornos.

Se comprarmos uma posição acionista na Bayer, olhamos para o negócio para determinar se fizemos ou não um bom investimento e preocupamo-nos com a concorrência que surge ao longo do tempo e com a boa gestão da empresa. Quando se olha apenas para o preço de algo, não estamos a investir. Se comprarmos Bitcoin, por exemplo, não estamos à espera que o ativo produza alguma coisa. Se comprarmos um apartamento, queremos saber a renda que pode gerar, se for uma quinta, queremos saber a produção; se comprarmos uma empresa inteira, queremos saber que lucros ela gera; se comprarmos uma parte de uma empresa (ações), porque não deveremos olhar para a forma como o negócio corre?

Com frequência lê-se na imprensa que este ciclo económico já vai longo e que esta é uma fase tardia para investir em ações. No entanto, à exceção dos Estados Unidos, grande parte dos mercados acionistas não se valorizou nos últimos três anos e os mercados emergentes cotam mesmo a níveis de 2011. As valorizações das empresas estão consentâneas com os resultados que estas têm apresentado e não vemos grandes excessos.

Hoje é possível comprar fatias de negócios por menos do que é possível comprar negócios inteiros. Se os investidores encararem as ações como fatias de um negócio e não apenas como coisas que mudam de preço constantemente, terão muito melhores resultados e o património mais seguro.

A conclusão inescapável e que seguramente já aguardavam, é que este é um excelente momento para reforçar os valores à nossa guarda. O nosso compromisso em criar riqueza com risco limitado será sempre alicerçado na disciplina a alocar capital e no reforço constante da nossa capacidade para defender cada vez melhor os Vossos interesses.

Agradecemos a Vossa confiança.

Com consideração, apresentamos os melhores cumprimentos,



Emília O. Vieira
Chairman & Chief Executive Officer

Trabalhamos para que os nossos Clientes sejam Clientes antigos.