



Wealth High Governance

16 de julho de 2021 | Asset Management

Economic Insights

Clube do Livro: 10 Lições Onde a Teoria
Encontra a Prática e Gera *Alpha*

Edição Especial – Férias de Inverno



Sumario Executivo

- Esta é a nossa edição de Férias de Inverno do Economic Insights.
- Vamos analisar 10 aprendizados em que a teoria encontra a prática do clube do livro do nosso gestor.
- Mostramos o ranking dos melhores livros lidos.
- Quais as 10 habilidades aprimoradas ao ler os livros? Nós Discussimos: *Value Investing*, *Portfolio Management / Style Investing*, Estratégia, Biografia, Finanças Comportamentais, Vantagens Competitivas (*Moats*), Alocação de Capital, *Valuation*, Governança Corporativa, Economia/História, Tecnologia & Impactos e Contabilidade
- [Clique aqui](#) para acessar a apresentação completa com mais de 50 resumos.

Teoria Encontra a Prática e Gera *Alpha* nos Investimentos: 10 Lições

O poder do hábito! Ao longo dos últimos 7 anos, nosso gestor organiza um clube do livro de investimentos com alguns investidores do *buy-side*.

Teoria Encontra a Prática. As discussões são enriquecedoras: nós não apenas discutimos os livros, mas discutimos com convidadas ilustres (autores, *C-Level*, membro de conselho de administração).

Nós Discutimos: Alocação de capital, Estilo de Investimentos, Gestão de Portfólio, Estratégia de Investimento, Biografias, Finanças Comportamentais / Modelos Mentais, Vantagens Competitivas (*moats*), *valuation*, Governança Corporativa / Alinhamento com Acionistas, Economia / História, Impacto da Tecnologia entre outros tópicos.

Resumo: Como se tornar um Investidor Melhor?

Pequenos hábitos são subestimados. Nós lemos mais de 50 livros até o momento e conversamos com dezenas de executivos. O poder da composição: ler 10 páginas por dia são ~2 livros por mês; se tornar 0.1% melhor por dia te torna 44% melhor no ano.

Seguem os 10 aprendizados em que a teoria encontra a prática.

1. O lado da oferta importa: Analistas são bons em prever a demanda, mas às vezes erram o lado da oferta de um setor

O livro *Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle* discute o “ciclo do capital”. Isto ajuda a entender como as mudanças na quantidade de capital empregada em uma indústria podem impactar retornos futuros. Por exemplo: O grande

superciclo das commodities: preços altos impulsionando a lucratividade, seguidos por aumento de investimentos e chegada de novos participantes, estimulados por previsões excessivamente otimistas;

Prática: Nosso *overweight* em empresas de commodities metálicas desde 2020, quando os preços atingiram o low com medo de demanda, mas o que importa é a dificuldade em crescer a oferta (entre outros motivos, ESG, aprendizado histórico do *C-Level*).

2. Há 5 fontes de vantagens competitivas (conhecidas como *Moats*)

São elas: (1) vantagem de custo, (2) ativos intangíveis, (3) custos de troca (*switching cost*), (4) eficiência de escala e (5) efeito de rede. Globalmente, saúde, consumo (ex-varejo) e serviços financeiro têm alta difusão de barreiras competitivas. Setor de Tecnologia tem aumentado a difusão.

Prática: Preferimos exposição a empresas de *moat* fora do Brasil: S&P tem 75% de empresas com rentabilidade sobre patrimônio acima de 10%, enquanto na bolsa brasileira (B3) as empresas com vantagens competitivas são apenas 27% da bolsa, gerando um prêmio de escassez (empresas classificadas como “qualidade” negociam a mais de 2 desvios padrões acima do preço histórico).

3. Pense em termos de probabilidades ao gerenciar um portfólio

O livro *Superforecasting* ajuda a moldar a forma como fazemos previsões. Granularidade aumenta a precisão: o analista médio que segue as dezenas – 20%, 30%, 40% - é menos preciso que o mais

refinado que usa intervalos de cinco – 20%, 25%, 30% - e é ainda menos preciso do que o previsor ainda mais refinado que usa intervalos de uns – 20%, 21%. De acordo com o livro *More than you know*, a chave é considerar todas as oportunidades de investimentos em termos de valor esperado: Buffett automaticamente pensa em termos de árvores de decisão: qual é o valor esperado de um cenário base, otimista e negativo?

Prática: compor um portfólio balanceado. Apesar de termos *calls* táticos ligados ao cenário macro, nos temos uma exposição em empresas europeias e chinesas que ajudam reduzir a correlação no portfólio. Brasil representa <1% dos ativos globais: não é arriscado ter mais de 90% da sua riqueza nessa classe de ativos?

4. Qualidade importa para retornos de Longo-Prazo

Três características indicam investimentos de Qualidade: (1) geração de caixa forte e previsível; (2) elevados e sustentáveis retornos de capital; e (3) oportunidades de crescimento atraentes. Historicamente, o mercado não paga prêmio de *valuation* suficiente para a qualidade: no longo prazo as estimativas dos analistas são revisadas para cima. A reversão à média (normal em relatórios de *sell-side*) não se aplica automaticamente as empresas bem-posicionadas.

Prática: Empresas com ROIC (retorno sobre o capital investido) alto (exemplo: não capital intensivas) performaram aproximadamente 5x Melhor do que as de ROIC baixo nos últimos 30 anos segundo o Goldman Sachs (1.800% de retorno). No longo prazo, o múltiplo de entrada importa menos que a ROIC composto.

5. “Seja advogado do diabo” de maneira organizada: um *checklist* é útil para compilar informações que vão contra sua tese de investimento

O livro *Investment Checklist* traz uma verificação abrangente de 57 questões. Em suma, os três erros de investimento mais comuns estão

relacionados ao preço que você paga, à equipe de gestão da qual você essencialmente se associa quando investe em uma empresa e à sua incapacidade de compreender o mercado futuro do negócio em que está pensando em investir. Os capítulos 7 a 9 (sobre a avaliação da Qualidade da Gestão) são muito interessantes: “alguns dos melhores CEOs são colegiados, orientados para a equipe, falam tranquilamente, e são capazes de ganhar a confiança de seus funcionários”.

Prática: Um check-list melhor teria nos impedido de entrar cedo demais nos *players* de distribuição de Seguros Brasileiros em 2017, que ainda estavam revisando para baixo a tendência de retornos. Procuramos um alinhamento entre *top down*, *bottom-up* e temático (*factor investing*).

6. Expanda seus modelos mentais – Faça analogias e paralelos. Você pode usar outras ciências para se relacionar com investimentos

Observe os principais modelos mentais e como eles se relacionam com investimentos: física, biologia, sociologia, psicologia, filosofia, literatura e matemática. Ou seja, (1) Física: a lei do equilíbrio no trabalho (oferta e demanda); (2) Biologia: evolução (quando uma **nova estratégia** que funciona é descoberta, o capital é realocado – ou, em termos biológicos, há uma mudança na população); (3) Sociologia: compreensão do comportamento do grupo (quando os preços das ações sobem, a proporção de seguidores de seguidores de tendências em relação aos fundamentalistas começa a crescer); e a ciência que mais gostamos (talvez sejamos enviesados...): Matemática: (a) Kelly Criterion: $2p - 1 = x$; onde 2 vezes a probabilidade de ganhar menos 1 é igual a porcentagem que você deve apostar (se a probabilidade de ganhar for 70%, aposte 40%).

Prática: Humor do Investidor: Quanto o mercado está precificando? Em abril de 2021, aumentamos nossa exposição ao Brasil: os investidores estavam negativos e o país negociava abaixo de 10x Preço/Lucro, precificando aproximadamente 70-80% de um cenário negativo, uma assimetria positiva.

7. Alinhamento de gestão: favorecemos ações (*shares*) em relação a outras formas de remuneração

O livro *Big Money Thinks Small* traz uma discussão interessante sobre as remunerações dos executivos; “Preocupo-me mais com os executivos que recebem grandes concessões de opções, mas que não possuem tantas ações. As ações podem subir ou descer, mas as opções têm apenas *upside*. Quando os executivos não compartilham as desvantagens, eles fazem apostas com grandes possibilidades de ganho e perda, e torcem”.

Prática: A empresa industrial Weg tem um desempenho superior a longo-prazo: seus executivos historicamente detêm ações.

8. O impacto da tecnologia está reduzindo o período de diferencial competitivo para as empresas. Alpha pode vir da mistura Quantitativo Vs fundamento; Comportamento ganha relevância

O livro *The Second Machine Age* considera que estamos na era dos mercados em que o “vencedor-leva-tudo”, mas o vencedor (especialmente em mercados mais antigos) está sendo desafiado após um ciclo. Parte da profissão de Analista de Investimentos tende a ser substituída por estudos quantitativos, no entanto, o comportamento de investir continua importante.

Prática: Evite pagar a mais por vantagens competitivas de mais de 20 anos (o que é considerado um período amplo). Permanecemos *Underweight* (abaixo da média) em adquirentes brasileiros, onde existe alta probabilidade de retornos sobre capital baixos devido a competição.

9. Fatores de investimento: A revisão de lucros é importante: Prometa abaixo / entregue acima; A maratona da consistência

O livro “*Expectation Investing: Reading Stock Prices for Better Returns*” afirma que a chave para descobrir ações vencedoras é encontrar empresas que estão posicionadas para superar as expectativas que foram estabelecidas para elas, ou seja, empresas que são boas em superar o consenso.

Prática: criamos o WHG Investment System (WIS), um sistema de *quantamental* que classifica 3.000 empresas em 300 variáveis de fatores de investimento: valor, qualidade, crescimento e momento. Ações que *rankeam* bem nas 3 principais métricas tem maior probabilidade de outperformar. Nosso portfólio negocia com 5% de desconto para o histórico (contra o índice de comparação, ACWI, que tem 15% de prêmio em P/L), com 6% maior ROE e +10% de revisão de lucros – ou seja: foram compradas ações com avaliações de preço mais interessantes.

10. Um CEO excelente é bom em operações e alocação de capital.

O livro “*The Outsiders*” menciona que os CEOs precisam fazer duas coisas bem: (a) administrar suas operações com eficiência; e (b) aplicar o dinheiro gerado.

Prática: Exemplos de empresas com excelente alocação de capital e eficiência operacional: Facebook e Amazon.

Nossa Curadoria Usando 3 Fontes

Nos classificamos os livros usando 3 fontes: nosso rating, Amazon e Bookreads. Na média, os livros lidos têm o nosso *rating* proprietário de 4 (1-menor 5-maior). Esse *rating* é congruente com o encontrado na Amazon (4.3) e na Goodreads (4.0).

A lista dos 10 melhores livros são:

Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle – A Money Manager’s Reports 2002-15 por Edward Chancellor	The Long Good Buy: Analysing Cycles in Markets por Peter C. Oppenheimer	Quality Investing: Owing the best companies for the long term por Lawrence Cunningham, Torkell T. Eide and Patrick Hargreaves	Why Moats Matter: The Morningstar Approach to Stock Investing por Heather Brilliant and Elizabeth Collins	Superforecasting: The Art and Science of Prediction por Philip E. Tetlock and Dan Gardner
The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success por William N. Thorndike	The Investment Checklist: The Art of In-Depth Research por Michael Shearn	Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business por Aswath Damodaran	Investing for Growth: How to Make Money por Only Buying the Best Companies in the World por Terry Smith	More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places por Michael Mauboussin

Lista dos Melhores Livros

Livro	WHG	Rating 5 estrelas	Amazon	Rating 5 estrelas	Goodreads	Rating 5 estrelas	Média	Rating 5 estrelas
1 Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆
2 The Long Good Buy: Analysing Cycles in Markets	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆
3 Quality Investing: Owning the best companies for the long term	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆
4 Why Moats Matter	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	3,7	★ ★ ★ ★ ☆	3,9	★ ★ ★ ★ ☆	4,0	★ ★ ★ ★ ☆
5 Superforecasting: The Art and Science of Prediction	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
6 The Outsiders	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,7	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆
7 The Investment Checklist: The Art of In-Depth Research	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆
8 Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆
9 Investing for Growth: How to make money by only buying the best companies in the world	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆
10 More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
11 AI Superpowers: China, Silicon Valley, and the New World Order	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
12 Thinking in Bets: Making Smarter Decisions When You Don't Have All the Fact	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	3,8	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆
13 Hedge Fund Market Wizards: How Winning Traders Win	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆
14 The Education of a Value Investor	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
15 100 Baggers: Stocks That Return 100-to-1 and How To Find Them	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
16 The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,5	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
17 Your Complete Guide to Factor-Based Investing: The Way Smart Money Invests Today	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,0	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆
18 The Little Book of Behavioral Investing: How not to be your own worst enemy	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆
19 The Behavioral Investor" – by Daniel Crosby	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆
20 Fora da Curva	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆
21 Fora da Curva 2 - Florian Bartunek	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,7	★ ★ ★ ★ ☆	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆
22 The World's 99 Greatest Investors: The Secret of Success	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆	3,6	★ ★ ★ ★ ☆	4,0	★ ★ ★ ★ ☆
23 Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor	4,1	★ ★ ★ ★ ☆	3,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,0	★ ★ ★ ★ ☆
24 The Little Book That Builds Wealth	4,0	★ ★ ★ ★ ☆	4,4	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆	4,2	★ ★ ★ ★ ☆
25 O Poder do Encantamento	4,0	★ ★ ★ ★ ☆	5,0	★ ★ ★ ★ ☆	3,9	★ ★ ★ ★ ☆	4,3	★ ★ ★ ★ ☆

Fonte: WHG

O Investidor que Sempre Evolui: Dez Características a Aprender

Classificamos os livros em dez habilidades de aprendizado. São elas: Alocação de capital, Estilo de Investimentos, Gestão de Portfólio, Estratégia de Investimento, Biografias, Finanças Comportamentais / Modelos Mentais, Vantagens Competitivas (*Moats*), *Valuation*, Governança Corporativa / Alinhamento com Acionistas, Economia / História, Impacto da Tecnologia entre outros tópicos.

Estilo de Investimento e Portfolio Management são tópicos onde passamos mais tempo: 58% dos livros lidos são desses temas

Estamos querendo ler mais livros sobre quantamental, ESG, *short-selling* e impacto de tecnologia. Alguma sugestão?

Habilidades Aprendidas – 10 Características

Livro	Value Investing	Gestão de portfólio / estilo	Estratégia	Biografia	Finanças Comportamentais	Vantagens Competitivas (Moats)	Alocação de Capital	Valuation	Governança Corporativa	Economia / Historia	Tecnologia & Impactos	Contabilidade
1 Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle	✓	✓					✓					
2 The Long Good Buy: Analysing Cycles in Markets		✓								✓		
3 Quality Investing: Owning the best companies for the long term		✓				✓	✓					
4 Why Moats Matter						✓		✓				
5 Superforecasting: The Art and Science of Prediction		✓			✓							
6 The Outsiders		✓		✓			✓					
7 The Investment Checklist: The Art of In-Depth Research		✓						✓	✓			
8 Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business		✓			✓			✓				
9 Investing for Growth: How to make money by only buying the best companies in the world		✓				✓			✓			
10 More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places	✓	✓			✓	✓	✓	✓				
11 AI Superpowers: China, Silicon Valley, and the New World Order			✓							✓	✓	
12 Thinking in Bets: Making Smarter Decisions When You Don't Have All the Fact					✓							
13 Hedge Fund Market Wizards: How Winning Traders Win		✓		✓			✓					
14 The Education of a Value Investor	✓	✓		✓								
15 100 Baggers: Stocks That Return 100-to-1 and How To Find Them		✓		✓			✓					
16 The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor	✓	✓										
17 Your Complete Guide to Factor-Based Investing: The Way Smart Money Invests Today		✓										
18 The Little Book of Behavioral Investing: How not to be your own worst enemy		✓								✓		
19 The Behavioral Investor" – by Daniel Crosby		✓			✓							
20 Fora da Curva		✓		✓								
21 Fora da Curva 2 - Florian Bartunek		✓		✓								
22 The World's 99 Greatest Investors: The Secret of Success	✓	✓		✓								
23 Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor	✓	✓						✓				
24 The Little Book That Builds Wealth						✓						
25 O Poder do Encantamento			✓	✓								

Fonte: WHG

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Daniel Gewehr

Portfolio Manager e Head Research
daniel.gewehr@whg.com.br

Fernando Fenolio

Economista-chefe
da Asset Management
fernando.fenolio@whg.com.br

Tony Volpon

Estrategista-chefe
tony.volpon@whg.com.br

