

# RELATÓRIO DE GESTÃO

---

4º Trimestre 2013



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Edge Investimentos, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza, sujeita às flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez, o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. Nos fundos geridos pela Edge Investimentos, a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Visando o atendimento ao exigido pela Lei nº 9.613/98, quando do ingresso no fundo, cada cotista deverá nos fornecer cópias de seus documentos de identificação, entre outros documentos cadastrais. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

---

## Índice

|  |    |
|--|----|
| Indicadores .....  | 3  |
| Desempenho de Longo Prazo .....                          | 3  |
| Detalhamento da Performance .....                        | 4  |
| Atividade no Trimestre .....                             | 5  |
| Comentários Iniciais .....                               | 5  |
| Variações no Caixa do Fundo .....                        | 6  |
| Atribuição de Performance .....                          | 7  |
| Alocação Setorial e <i>Turnover</i> .....                | 8  |
| Portfólio .....  | 9  |
| Serviços Financeiros .....                               | 9  |
| Utilidades Públicas e Energia (evento subsequente) ..... | 9  |
| Setor Imobiliário .....                                  | 10 |
| Outros Assuntos – Proxy Advisory Firms .....             | 10 |
| Introdução .....   | 10 |
| Motivação .....  | 10 |
| Alinhamento de interesses – mas quais? .....             | 11 |
| Criticando o artigo “original” .....                     | 13 |
| O valor de qualquer recomendação .....                   | 15 |
| Breve comentário: e no Brasil? .....                     | 18 |
| “Risky is as risky does” .....                           | 18 |

## Indicadores

### Desempenho de Longo Prazo

Apresentamos abaixo o desempenho de longo prazo do Edge Value FIA.

Acreditamos que a performance do fundo deva ser analisada no horizonte de pelo menos três anos.

Como sempre, relembramos que nosso objetivo é obter um retorno absoluto de longo prazo, que seja superior ao nosso custo de capital e com risco controlado de perdas permanentes.

Não objetivamos superar a rentabilidade do Índice Bovespa todos os meses ou anos. Muito pelo contrário, é de se esperar que uma postura conservadora de gestão apresente retornos inferiores ao mercado em momentos de euforia.

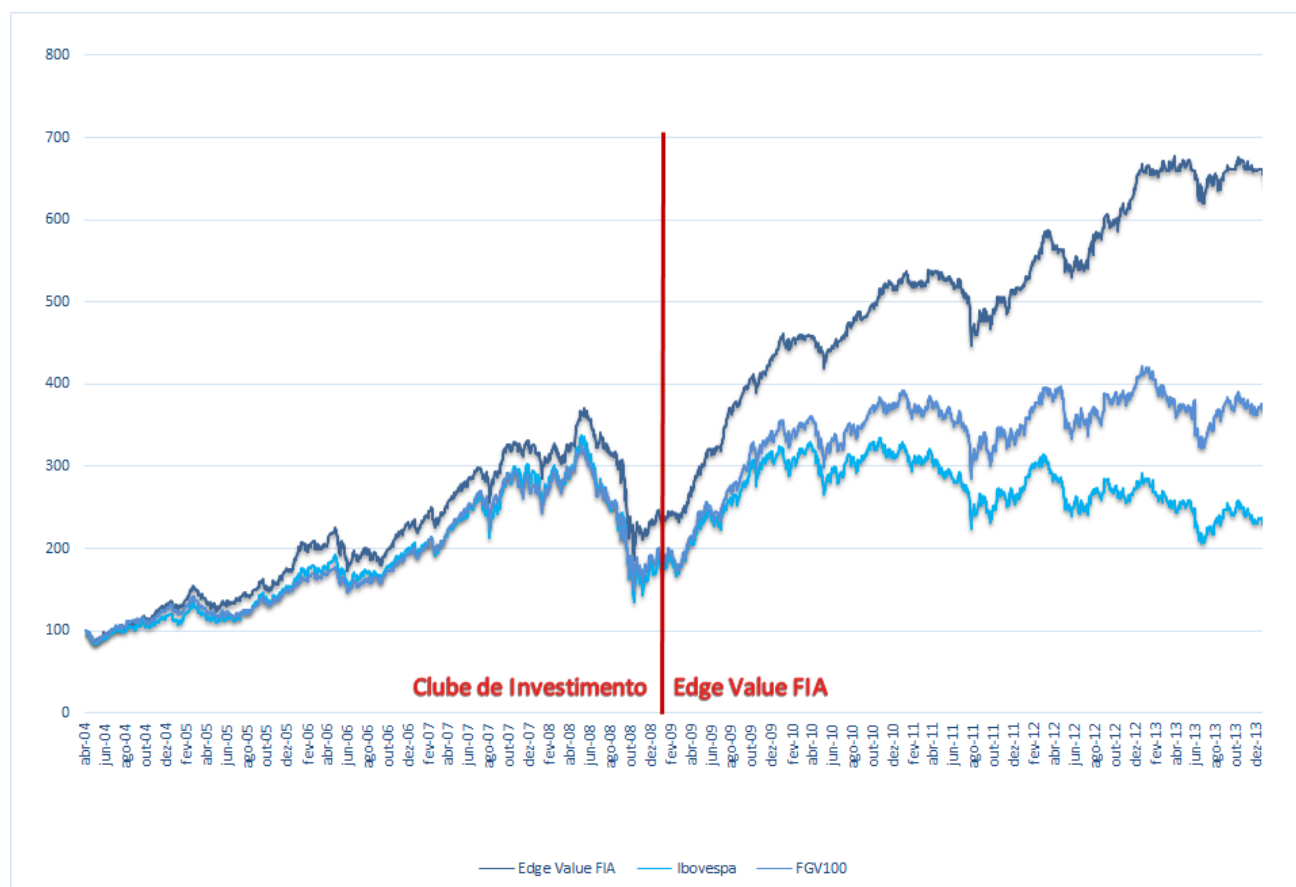
As tabelas abaixo apresentam o retorno percentual do fundo e o desempenho de um investimento simulado de R\$ 1.000,00 realizado no momento de abertura do Clube San Francisco, veículo que deu origem ao Edge Value FIA. Nos dois casos, comparamos nossa performance àquela do FGV100 e Ibovespa.

| Período               | Retorno (%) |        |         |        | Valorização de investimento simulado de R\$ 1.000,00 |           |           |           |           |
|-----------------------|-------------|--------|---------|--------|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                       | Edge Value  | FGV100 | IBOV    | CDI    | Edge Value   | FGV100    | IBOV      | CDI       |           |
| 4T 2013               | 0,1%        | 1,7%   | -1,6%   | 2,3%   | R\$ 6.616  | R\$ 3.465 | R\$ 2.590 | R\$ 3.018 |           |
| 3T 2013               | 3,2%        | 10,1%  | 10,3%   | 2,1%   | R\$ 6.607  | R\$ 3.406 | R\$ 2.631 | R\$ 2.950 |           |
| 2T 2013               | -4,7%       | -12,6% | -15,8%  | 1,8%   | R\$ 6.404  | R\$ 3.095 | R\$ 2.386 | R\$ 2.889 |           |
| 1T 2013               | 1,8%        | -6,5%  | -7,5%   | 1,6%   | R\$ 6.719  | R\$ 3.543 | R\$ 2.833 | R\$ 2.838 |           |
| 2013                  | 0,25%       | -8,58% | -15,50% | 8,05%  | R\$ 6.616  | R\$ 3.465 | R\$ 2.590 | R\$ 3.018 |           |
| 2012                  | 27,8%       | 21,8%  | 7,4%    | 8,4%   | R\$ 6.599  | R\$ 3.790 | R\$ 3.065 | R\$ 2.793 |           |
| 2011                  | -1,9%       | -10,6% | -18,1%  | 11,6%  | R\$ 5.162  | R\$ 3.112 | R\$ 2.853 | R\$ 2.576 |           |
| 2010                  | 19,0%       | 10,2%  | 1,1%    | 9,8%   | R\$ 5.262  | R\$ 3.481 | R\$ 3.484 | R\$ 2.309 |           |
| 2009                  | 85,8%       | 87,7%  | 82,7%   | 9,9%   | R\$ 4.422  | R\$ 3.158 | R\$ 3.448 | R\$ 2.104 |           |
| Clube de Investimento | 2008        | -27,2% | -34,1%  | -41,2% | 12,4%  | R\$ 2.380 | R\$ 1.683 | R\$ 1.888 | R\$ 1.915 |
|                       | 2007        | 40,3%  | 40,1%   | 43,7%  | 11,8%  | R\$ 3.269 | R\$ 2.553 | R\$ 3.212 | R\$ 1.704 |
|                       | 2006        | 33,1%  | 31,6%   | 33,7%  | 15,0%  | R\$ 2.330 | R\$ 1.823 | R\$ 2.235 | R\$ 1.524 |
|                       | 2005        | 29,2%  | 15,2%   | 27,1%  | 19,0%  | R\$ 1.750 | R\$ 1.386 | R\$ 1.671 | R\$ 1.325 |
|                       | 2004*       | 35,4%  | 20,3%   | 31,5%  | 11,3%  | R\$ 1.354 | R\$ 1.203 | R\$ 1.315 | R\$ 1.113 |
| Desde o início        | 561,6%      | 275,7% | 136,6%  | 201,8% |  |           |           |           |           |
| Retorno anualizado    | 20,7%       | 14,1%  | 8,9%    | 11,6%  |  |           |           |           |           |

\* Cálculo a partir da criação do clube, em 15/04/04

## Detalhamento da Performance

Abaixo, apresentamos a tabela de detalhamento mensal do retorno do fundo e o gráfico comparativo de rentabilidade.



| 2013 | jan    | fev    | mar    | abr    | mai     | jun     | jul    | ago    | set    | out    | nov    | dez    | Ano     |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Edge | 0,02%  | 0,50%  | 1,30%  | -0,60% | -0,99%  | -3,15%  | 0,99%  | -0,15% | 2,31%  | 1,84%  | -0,91% | -0,78% | 0,25%   |
| Ibov | -1,95% | -3,91% | -1,87% | -0,26% | -2,28%  | -11,30% | 1,64%  | 3,68%  | 4,65%  | 3,66%  | -3,27% | -1,86% | -15,50% |
| 2012 | jan    | fev    | mar    | abr    | mai     | jun     | jul    | ago    | set    | out    | nov    | dez    | Ano     |
| Edge | 2,85%  | 5,45%  | 3,63%  | -2,78% | -3,65%  | 1,03%   | 2,31%  | 3,01%  | 2,05%  | 2,58%  | 2,98%  | 5,81%  | 27,84%  |
| Ibov | 11,14% | 4,34%  | -1,98% | -4,17% | -11,86% | -0,25%  | 3,21%  | 1,72%  | 3,70%  | -3,56% | 0,71%  | 6,05%  | 7,40%   |
| 2011 | jan    | fev    | mar    | abr    | mai     | jun     | jul    | ago    | set    | out    | nov    | dez    | Ano     |
| Edge | -0,23% | -0,36% | 1,92%  | 0,77%  | -1,15%  | -0,64%  | -3,98% | -4,93% | -0,23% | 4,95%  | -0,66% | 3,04%  | -1,90%  |
| Ibov | -3,94% | 1,22%  | 1,79%  | -3,58% | -2,29%  | -3,43%  | -5,74% | -3,96% | -7,38% | 11,49% | -2,51% | -0,21% | -18,11% |
| 2010 | jan    | fev    | mar    | abr    | mai     | jun     | jul    | ago    | set    | out    | nov    | dez    | Ano     |
| Edge | 1,77%  | 0,91%  | 0,89%  | -1,99% | -1,80%  | 1,94%   | 4,61%  | 2,70%  | 0,38%  | 3,95%  | 3,30%  | 1,06%  | 18,99%  |
| Ibov | -4,65% | 1,68%  | 5,82%  | -4,04% | -6,64%  | -3,35%  | 10,80% | -3,51% | 6,58%  | 1,79%  | -4,20% | 2,36%  | 1,05%   |
| 2009 | jan    | fev    | mar    | abr    | mai     | jun     | jul    | ago    | set    | out    | nov    | dez    | Ano     |
| Edge | 0,27%  | 1,89%  | 2,17%  | 15,54% | 8,37%   | 3,65%   | 10,76% | 4,98%  | 5,91%  | -0,44% | 5,86%  | 5,67%  | 85,79%  |
| Ibov | 4,66%  | -2,84% | 7,18%  | 15,55% | 12,49%  | -3,26%  | 6,41%  | 3,15%  | 8,90%  | 0,05%  | 8,93%  | 2,30%  | 82,66%  |

## Atividade no Trimestre

### Comentários Iniciais

A bolsa brasileira encerrou o ano de 2013 em forte queda. O Ibovespa caiu 15,50%, enquanto que o FGV100 se desvalorizou 8,58%. Estes resultados refletem um aumento da desconfiança por parte dos investidores em relação à economia brasileira e uma recuperação da atratividade dos mercados mais maduros, principalmente o americano.

O excesso de intervencionismo do governo brasileiro pôs em xeque a manutenção do tripé econômico – responsabilidade fiscal, câmbio flutuante e metas inflacionárias – gerando uma onda de pessimismo sobre os rumos da nossa economia. Os gastos do governo seguiram elevados, evidenciando a baixa prioridade dada ao cumprimento das metas fiscais. A inflação permaneceu no topo superior da banda estipulada pelo Banco Central, mesmo com o controle de preços imposto pelo governo a algumas concessões públicas. Por fim, a instabilidade das regras, seja nas tentativas fracassadas de concessões ou na “criatividade contábil” utilizada pelo governo para reclassificar algumas contas, resultou em um aumento da insegurança dos agentes em relação ao país.

Assim, neste contexto de grandes incertezas, a agência de classificação de riscos S&P, revisou, em junho de 2013, a perspectiva da nota “BBB” do Brasil de “estável” para “negativa” citando, principalmente, a tendência de deterioração das contas públicas e ausência de clareza nas metas.

No cenário externo, a recuperação da economia americana provocou uma elevação do custo de capital relativo do Brasil. Com o início do *tapering* anunciado pelo banco central americano (FED), a expectativa é de uma elevação gradual das taxas de juros americanas, resultando em um exugamento da liquidez que transbordava para os emergentes, com consequente impacto no custo de captação para esses países, como pode ser visto pela abetura da taxa da NTN-B, no gráfico abaixo.



No que tange a 2014, acreditamos que o ano deverá ser bastante semelhante àquele que o antecedeu, com crescimento fraco e inflação no topo da meta. Por ser um ano eleitoral, dificilmente o governo irá adotar uma política fiscal mais restritiva, tornando mais duro o trabalho do Banco Central e mais custosa uma eventual mudança de trajetória em 2015.

Apesar das dificuldades no plano macroeconômico, entramos em 2014 com leve otimismo. Após quase três anos de oportunidades escassas e caixa elevado, começamos a enxergar ações com precificação adequada à realidade atual brasileira, mesmo levando em conta um maior custo de capital. Temos, portanto, aumentado gradativamente nossa exposição, tanto nas ações em carteira como em algumas novas posições. Por fim, aumentamos o tempo de análise dedicado a novos setores, cujos fundamentos sempre consideramos interessantes, mas cujos *valuations* exagerados tornavam a alocação de tempo impraticável.

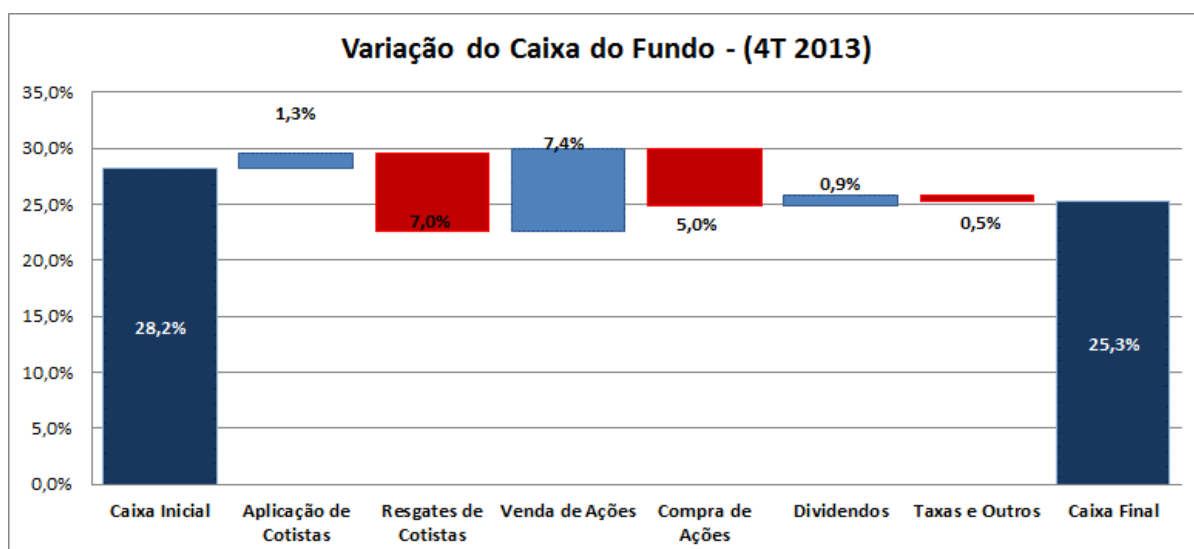
### Variações no Caixa do Fundo

Conforme mencionado acima, o preço dos ativos não apresentou variações relevantes no último trimestre, com o Ibovespa caindo 1,6% e o FGV100 subindo 1,7%. Nesse período o Edge Value FIA se valorizou em 0,1%.

Como sempre, aproveitamos a volatilidade para comprar e vender ativos a preços atrativos. A principal venda no período foi Porto Seguro, que apresentou valorização relevante após o ganho de uma disputa tributária. As aquisições foram distribuídas em diversos ativos já em carteira.

Somando as compras e vendas, a posição em caixa do fundo caiu de 28,2% para 25,3%, reflexo de um *opportunity set* ligeiramente mais fértil ao final do ano de 2013.

O gráfico abaixo demonstra a evolução da posição em caixa do fundo no trimestre. Os percentuais são calculados com base no patrimônio médio no período compreendido entre setembro e dezembro.

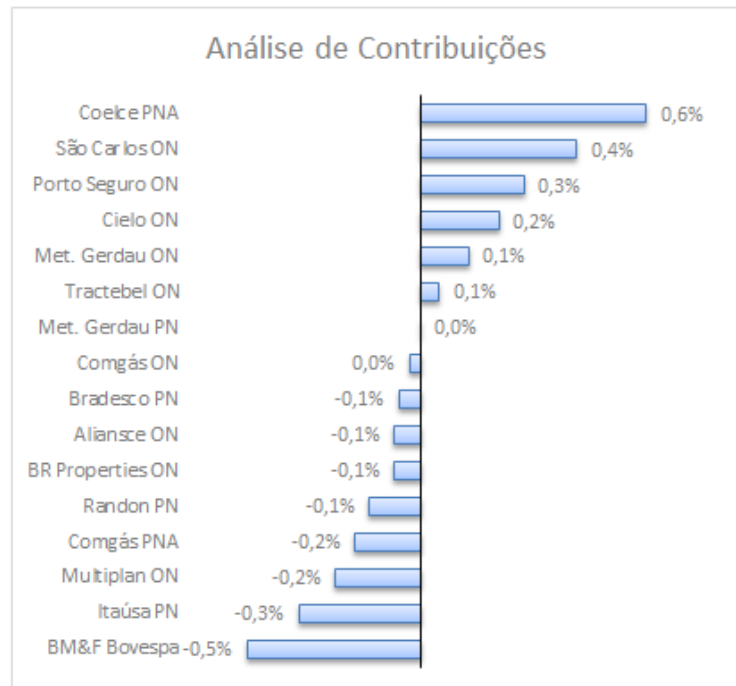


## Atribuição de Performance

Dos investimentos em carteira, os principais destaques positivos foram Coelce PNA, São Carlos ON e Porto Seguro ON. Os principais destaques negativos foram BM&FBovespa ON e Itaúsa PN.

A tabela abaixo detalha a contribuição de cada ação ao desempenho trimestral do fundo.

| Análise de contribuições |              |
|--------------------------|--------------|
| Empresa                  | Contribuição |
| Coelce PNA               | 0,6%         |
| São Carlos ON            | 0,4%         |
| Porto Seguro ON          | 0,3%         |
| Cielo ON                 | 0,2%         |
| Met. Gerdau ON           | 0,1%         |
| Tractebel ON             | 0,1%         |
| Met. Gerdau PN           | 0,0%         |
| Comgás ON                | 0,0%         |
| Bradesco PN              | -0,1%        |
| Aliansce ON              | -0,1%        |
| BR Properties ON         | -0,1%        |
| Randon PN                | -0,1%        |
| Comgás PNA               | -0,2%        |
| Multiplan ON             | -0,2%        |
| Itaúsa PN                | -0,3%        |
| BM&F Bovespa             | -0,5%        |



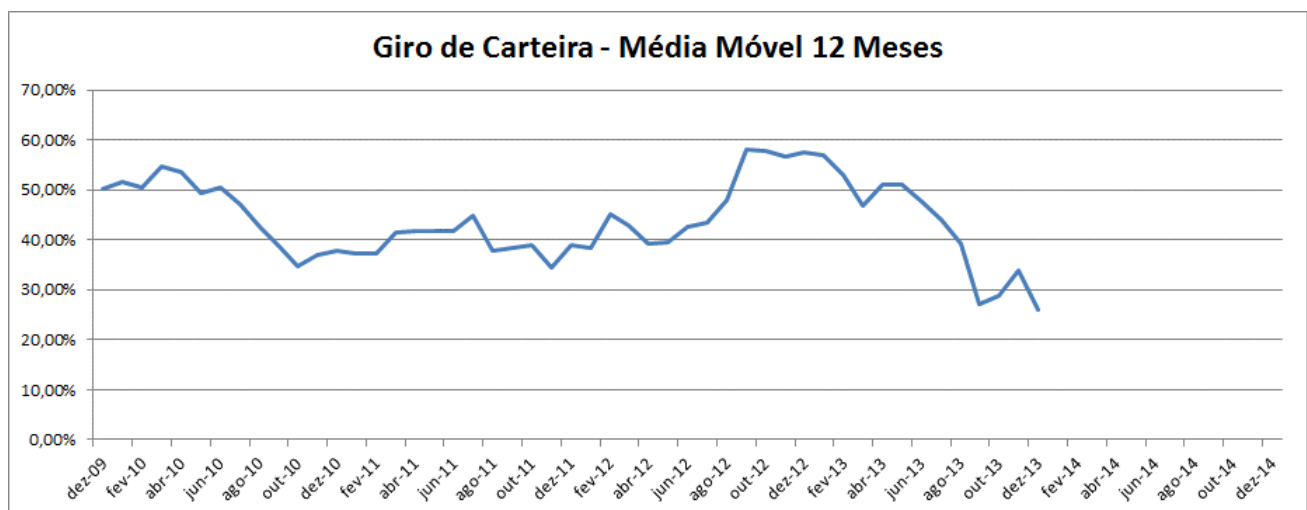
## Alocação Setorial e Turnover

Os gráficos abaixo apresentam a alocação setorial histórica e o giro da carteira do fundo.

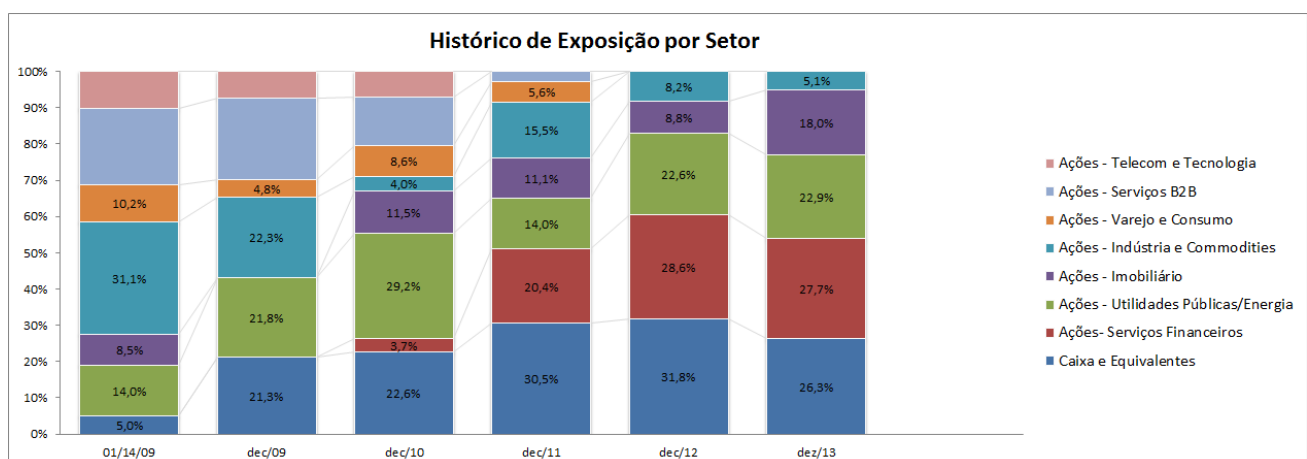
Como é de se esperar, nossa forma de investir resulta em um giro de carteira mais baixo do que a média dos fundos de ações.

Acreditamos que o retorno do fundo será composto majoritariamente pela geração de caixa das empresas em carteira, que é reinvestida no próprio negócio ou distribuída como dividendos. Os ganhos atribuíveis aos investimentos de menor prazo, onde a diferença do múltiplo de entrada e saída é determinante, devem representar um percentual pequeno da rentabilidade total e da carteira do fundo.

Não obstante, nosso giro tende a variar de acordo com a volatilidade das ações que acompanhamos à medida que usamos as oscilações de mercado para aumentar ou reduzir posições a preços atrativos.



\* Calculado como o quociente entre o total de venda de ações nos últimos 12 meses e o PL médio do fundo.



\* Os percentuais acima são calculados com base nos ativos do fundo no final do período.



## Portfólio

A tabela abaixo apresenta a composição do nosso portfólio de ações, de acordo com os critérios de classificação setorial utilizada internamente.

|                               | Dez/13 |
|-------------------------------|--------|
| Caixa e Equivalentes          | 26,3%  |
| Bancos e Serviços Financeiros | 27,7%  |
| Utilidades Públicas e Energia | 22,9%  |
| Imobiliário                   | 18,0%  |
| Indústria e Commodities       | 5,1%   |

\* Os percentuais acima são calculados com base nos ativos do fundo no final do período.

### **Serviços Financeiros**

Nessa categoria, investimos em quatro empresas: Bradesco, Itaúsa, BM&FBovespa e Porto Seguro. Em linhas gerais, todos esses investimentos apresentam sólida posição competitiva, *market share* relevante e oportunidades rentáveis de crescimento.

No 4º trimestre de 2013, a Porto Seguro obteve decisão favorável em agravo de instrumento que tramitava no Supremo Tribunal Federal (AI 708899), no qual se discutia a legalidade de cobrança da COFINS sobre receitas de duas empresas controladas. Em cumprimento às normas contábeis, a empresa reverteu uma provisão contábil de aproximadamente R\$ 1,5 bilhão, gerando um resultado não-caixa líquido em torno de R\$ 900 milhões no trimestre.

Após tal reversão, estimamos que o patrimônio líquido da seguradora deverá superar o valor mínimo requerido pela Resolução CNSP n.158 de 2006 em aproximadamente R\$ 2 bilhões, motivo pelo qual a empresa está estudando a distribuição de um dividendo extraordinário, que poderá ser pago em 2014 ou ao longo de um período mais longo.

### **Utilidades Públicas e Energia (evento subsequente)**

Nossas empresas de utilidade pública são Coelce e Comgás, que representam 15% e 10% do fundo, respectivamente.

Em janeiro de 2014, a Enersis, acionista controladora indireta da Coelce, anunciou uma Oferta Pública Voluntária para Aquisição de até a totalidade das ações ON, PNA e PNB da empresa em circulação, por R\$ 49,00 por ação, preço que julgamos subestimar o valor intrínseco do negócio.

O leilão da OPA deverá ocorrer no dia 17 de fevereiro de 2014. Traremos novidades sobre o caso em nosso próximo relatório de gestão.

---

## Setor Imobiliário

No setor imobiliário, somos acionistas de São Carlos, Multiplan, Aliansce e BR Properties.

Acreditamos que o *market cap* dessas empresas continue subestimando o valor justo de seus portfólios de ativos, mesmo desconsiderando qualquer geração de valor futura em novos projetos *greenfields* ou expansões.

## Outros Assuntos – Proxy Advisory Firms

### Introdução

Gustavo Ballvé, sócio da Edge, escreveu recentemente no blog Buysiders.com um *post*<sup>1</sup> sobre o papel das firmas de *proxy advisory*<sup>2</sup> no processo de análise de investimentos de alguns investidores institucionais – no caso, na análise de questões relativas a Governança Corporativa. Ao pesquisarmos mais o assunto, lemos outros artigos acadêmicos e matérias na mídia estrangeira que, coletivamente, revelam um aumento do escrutínio sobre a indústria – e fica claro também que autoridades americanas estão analisando o setor, tanto no Congresso (via audiência pública<sup>3</sup>) quanto na SEC (além de um discurso crítico do presidente da SEC<sup>4</sup>, houve uma sanção oficial contra uma dessas empresas, neste caso irrelevante porém de grande publicidade<sup>5</sup>).

Abordamos esse assunto não com o intuito de fazer qualquer julgamento de valor acerca de tais empresas, de suas recomendações ou do uso dessas recomendações por investidores institucionais – e sim pensando numa questão muito mais importante para a Edge: a “terceirização” da análise de aspectos vitais de um *investment case* e as pré-escolhas que devemos fazer em termos de alocação de capital (seja ele financeiro ou humano).

### Motivação

Em fevereiro de 2013, dois professores de Stanford publicaram um artigo chamado “And Then a Miracle Happens! How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations?” Resumindo bastante, o artigo segue a seguinte linha:

As firmas de *proxy advisory* provêm serviços de análise e recomendações sobre assuntos de Governança Corporativa de empresas abertas, sobre assuntos variados e geralmente sujeitos a voto em assembleia como eleição de membros do Conselho de Administração, aprovação de planos de opção de ações e remuneração geral dos administradores, operações especiais como *spin-offs*, fusões e aquisições, etc.

---

<sup>1</sup> Proxy Advisory Firms: Use With Caution (Buysiders.com, 07/07/2013) - <http://www.buysiders.com/2013/06/07/proxy-advisory-firms-use-with-caution/>

<sup>2</sup> Tradução livre: firmas de consultoria para votos de acionistas em assembleias de empresas de capital aberto.

<sup>3</sup> Congressional Panel Hears Concerns About Proxy Advisors (Towers Watson, 20/06/2013) - <http://www.towerswatson.com/en/Insights/Newsletters/Global/executive-pay-matters/2013/Congressional-Panel-Hears-Concerns-About-Proxy-Advisors>

<sup>4</sup> Commissioner Daniel M. Gallagher: Remarks at the 12th European CG & Company Law Conference (SEC, 15/05/2013) - <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515712#.UnOwvPmkq2A>

<sup>5</sup> Administrative Proceeding No. 3-15331 (SEC, 23/05/2013) – [Http://www.sec.gov/litigation/admin/2013/ia-3611.pdf](http://www.sec.gov/litigation/admin/2013/ia-3611.pdf)

Esse serviço pode ser importante à medida que muitos investidores são obrigados a divulgar sua política de votos em assembleias de empresas no seu portfólio, assim como a efetivamente votar e publicar seus votos – e que, seja por não acharem que essa atividade é “core competence” ou por terem um número tal de posições em carteira que não permita uma análise minuciosa de cada proposta em votação nas assembleias de cada uma das empresas investidas (e a custo viável), resolve adotar diretamente as recomendações dos relatórios dessas empresas ou utilizá-las como “segunda opinião”.

O mercado de *proxy advisory* nos EUA é dominado por apenas duas empresas, a Institutional Shareholder Services (ISS) e a Glass Lewis, cujos clientes são responsáveis pela gestão de US\$ 25 trilhões e US\$ 15 trilhões em ativos, respectivamente. As suas recomendações, através de relatórios padronizados para todos os clientes, exercem grande influência no resultado das votações de empresas americanas, efeito amplamente documentado em estudos acadêmicos.

Os autores do artigo não conseguiram encontrar evidências de que o processo de análise e determinação de políticas de recomendações dessas duas empresas seja transparente, baseado em hipóteses e evidências rigorosamente científicas (e, portanto, generalizáveis em sua aplicação e cujo resultado seja facilmente medido em períodos de tempo subsequentes) e testado continuamente para assegurar precisão e alinhamento com os interesses dos clientes. Isto é, não enxergam um processo capaz de gerar recomendações coerentes para todas as empresas analisadas nem que essas recomendações, quando colocadas em prática, tenham impacto positivo na geração de valor para os clientes de tais firmas.

Antes de analisarmos o artigo em si, faremos um breve histórico da indústria de *proxy advisory*.

### **Alinhamento de interesses – mas quais?**

O ativismo norte-americano era largamente exercido por indivíduos até os anos 80, quando investidores institucionais se organizaram no Council of Institutional Investors e passaram a propor mais medidas próprias em assembleias e a desafiar de forma mais contundente as propostas dos executivos e controladores das empresas. Talvez não por coincidência, o surgimento das duas primeiras empresas de *proxy advisory* – Proxy Monitor e a própria ISS – se deu nessa época (1984 e 1985, respectivamente)<sup>6</sup>. De fato, até o Dodd-Frank Act de 2011 os corretores/custodiantes de ações podiam exercer poder de voto se não recebessem instruções específicas dos investidores<sup>7</sup>.

Na verdade, em 2003 a SEC já havia criado uma regra sobre o dever fiduciário do gestor de recursos em relação a votos em assembleias<sup>8</sup>. Embora a SEC ressalte no texto que não havia “lei federal” especificando como se deveria exercer esse poder de voto, na opinião do escritório de advocacia Latham & Watkins a regra de 2003 efetivamente “exige que os fundos exerçam poder de voto no melhor interesse dos beneficiários”<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> A Call for Change in The Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight (Center for Executive Compensation, 01/2011) – página 15. <http://online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>

<sup>7</sup> Ibid., pág. 5: “Broker-dealers historically had the ability to vote their clients’ shares, if the broker did not have specific voting instructions from the client. Broker discretionary votes have typically been cast in favor of management and can comprise up to 20 percent of the votes at some companies.”

<sup>8</sup> Proxy Voting by Investment Advisers (RIN 3235-AI65 – SEC, 10/03/2003) - <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm> - “(...) The federal securities laws do not specifically address how an adviser must exercise its proxy voting authority for its clients. Under the Advisers Act, however, an adviser is a fiduciary that owes each of its clients duties of care and loyalty with respect to all services undertaken on the client’s behalf, including proxy voting. The duty of care requires an adviser with proxy voting authority to monitor corporate events and to vote the proxies. To satisfy its duty of loyalty, the adviser must cast the proxy votes in a manner consistent with the best interest of its client and must not subrogate client interests to its own.”

<sup>9</sup> Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee? (CG Commentary, Latham & Watkins LLP, 03/2011) – [http://www.lw.com/upload/pubContent/pdf/pub4042\\_1.pdf](http://www.lw.com/upload/pubContent/pdf/pub4042_1.pdf)

Parêntesis: se o Dodd-Frank Act de 2011 foi motivado substancialmente pela crise financeira global de 2007-2008, e a regra da SEC de 2003 pela crise de confiança causada por desastres de governança e fraudes como as de Enron, Worldcom e Tyco em 2001-2002, será que podemos parafrasear a frase originalmente sobre Ciência e dizer que “a regulação do mercado financeiro avança de quebradeira em quebradeira”?<sup>10</sup>

Desde então vem havendo crescente concentração dos ativos em investidores institucionais (i.e. participação cada vez menor de investidores individuais na base acionária das empresas americanas) e estes vêm tendo atuação cada vez mais global. Até por questões de liquidez, grandes investidores institucionais chegam a ter milhares de empresas de dezenas de países diferentes em carteira. A falta de foco em, e/ou inviabilidade econômica para, montar uma equipe de análise capaz de dissecar tantos materiais de assembleias é outra força motriz do maior uso de firmas de *proxy advisory*. Em seu paper “Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms”, Larcker et al. escrevem (tradução nossa) que “o processo de voto dos grandes fundos tem assumido função de compliance, i.e. ter certeza de que se está votando de acordo com política pré-definida, ao invés de função essencial em que os gestores ativamente analisam e dão recomendações caso a caso”<sup>11</sup>.

Pelo lado das firmas de *proxy advisory*, a atuação global dos clientes, aliada ao aumento tanto no número de empresas cobertas como no de questões sujeitas a voto (portanto demandando escala e eficiência cada vez maiores), causou uma concentração rápida do negócio nas duas empresas que mencionamos desde o início. A ISS foi a grande consolidadora desse mercado e o Center for Executive Compensation estimou as fatias de mercado dela e da Glass Lewis em 61% e 37%, respectivamente<sup>12</sup>.

A ISS diz hoje servir mais de 1.700 clientes com cerca de 600 funcionários distribuídos por 11 países, tendo coberto 4.686 assembleias anuais na “temporada 2013” - só nos EUA<sup>13</sup>. Já a Glass Lewis diz atender mais de 900 clientes com 300 funcionários (2/3 dos quais na área de Análise) em 3 países e cobrir mais de 23.000 companhias em mais de 100 países (dados do *site*).

O impacto de toda essa escala e “placa” tem sido debatido em diversos estudos acadêmicos. Para assuntos mais específicos, como a política de remuneração dos executivos (“Say on Pay”), uma recomendação negativa da ISS aumenta os votos contra a proposta em 20-25%, enquanto uma recomendação negativa da Glass Lewis aumenta a rejeição em 10-15%. Se ambas recomendam a rejeição da proposta, o aumento nos votos dissidentes é de 35-40%<sup>14</sup>. No mercado americano, de *ownership* mais disperso do que no brasileiro, esse percentual é significativo.

Feita a introdução da indústria de *proxy advisory*, sigamos aos comentários sobre o artigo já citado.

---

<sup>10</sup> A referência é a uma corruptela de uma frase de Max Planck. Na versão que usamos: “*Science advances one funeral at a time*”. A citação original é menos concisa mas não menos cínica: “*A new scientific truth does not triumph by convincing its opponents and making them see the light, but rather because its opponents eventually die, and a new generation grows up that is familiar with it.*”

<sup>11</sup> Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms (Larcker et al., 05/2013) - [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2101453](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101453)

<sup>12</sup> A Call for Change in The Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight (Center for Executive Compensation, 01/2011) – página 3.

<sup>13</sup> 2013 Proxy Season Review: United States (ISS, 22/08/2013) -

<http://www.issgovernance.com/files/private/2013ISSUnitedStatesPostseasonReport.pdf>

<sup>14</sup> Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay (Yonca Ertimur et al., 02/08/2013) -

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2019239](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2019239)

---

## Criticando o artigo “original”

Começamos lembrando que o artigo é curto e é parte de uma série chamada “Stanford Closer Look Series” – cada artigo aborda um de diversos aspectos possíveis e faz-se amplo uso de referências a outras publicações. Não se deve julgar os autores pela conclusão desse artigo e sim por suas hipóteses, premissas, “experimentos”, análises e conclusões melhor explorados nos estudos completos.

Como vimos na seção anterior, é fácil concordar que as empresas de *proxy advisory* exercem poder considerável nos EUA, e podemos afirmar com nossa própria pesquisa sobre o assunto que já operam de forma relevante em diversos outros países. Mesmo na Europa a indústria já foi alvo do escrutínio dos órgãos reguladores<sup>15</sup>. No Brasil, uma busca rápida na Internet resulta em diversos exemplos de recomendações dessas firmas para assembleias de empresas brasileiras. Faz sentido que expandam sua atuação num mercado como o brasileiro, cada vez mais globalizado e profissionalizado do lado dos investidores e cujas empresas listadas têm controle cada vez mais difuso.

Discordamos em parte da descrição dos motivos pelos quais os investidores realmente contratam esses serviços, pois faltou o principal: o *institutional imperative*<sup>16</sup>. Se o gestor seguiu uma recomendação da ISS e a mesma não foi aprovada por absoluta falta de coordenação entre os acionistas, o gestor pode dizer que “cumpru seu papel”. Se a recomendação foi aprovada e, pasme, o resultado foi diferente do que se esperava, o gestor tem o conforto perante seus clientes e superiores de que seguiu a recomendação de um “especialista”. Ora, é o mesmo motivo pelo qual os mercados de consultoria – de alta gestão, de recomendação de investimentos, de escolha de provedores de serviços etc. - são oligopólios naturais: a “placa” é um fator de “proteção”, e quanto maior e mais prestigiosa a firma que sugere o caminho a ser seguido, melhor. Como se dizia em marketing na época que se estimulava o trinômio medo, incerteza e dúvida (em adaptação nossa): “nenhum gestor de ações foi demitido porque perdeu dinheiro seguindo uma recomendação da ISS”<sup>17</sup>.

No caso específico das assembleias, há um complicador adicional que aumenta o incentivo ao “CYA” da nota de rodapé 16: um possível questionamento (até judicial) acerca de negligência quanto ao dever fiduciário do gestor caso o mesmo vote a favor (ou se abstenha) de alguma proposta que depois se revele contrária aos interesses dos cotistas do fundo.

Continuando no artigo, julgamos bastante preocupante para o cliente dessas empresas o fato do processo de análise ser tão opaco. No caso da Glass Lewis, dizem os autores, sequer há grandes explicações sobre como a empresa desenvolve, aplica, mede e ajusta suas políticas de recomendação – e no caso da ISS as explicações existentes são insuficientes e não são acompanhadas de pesquisas neutras sobre o valor que suas recomendações supostamente geram para os clientes. De fato, as críticas dos autores à “pesquisa anual de *feedback*” da ISS são pertinentes, porém, neste artigo, insuficientes (em outros artigos os pesquisadores complementam a linha de questionamentos técnicos com outros, em nossa opinião, mais relevantes: potenciais conflitos de interesses e a provável incapacidade das próprias firmas “especialistas” de julgar “a contento” tantas questões de tantas empresas em tantos mercados - e de tantos tamanhos, estágios de maturidade, histórico de atitudes etc. etc. diferentes).

---

<sup>15</sup> Discussion Paper: An Overview of The Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options. (ESMA, 22/03/2012) - <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-212.pdf>

<sup>16</sup> Também conhecido ironicamente como “CYA”... [http://en.wikipedia.org/wiki/Cover\\_your\\_ass](http://en.wikipedia.org/wiki/Cover_your_ass)

<sup>17</sup> “Nobody ever got fired for buying IBM equipment.” - [http://en.wikipedia.org/wiki/Fear,\\_uncertainty\\_and\\_doubt](http://en.wikipedia.org/wiki/Fear,_uncertainty_and_doubt)

Vale detalhar um pouco mais os potenciais conflitos de interesse. O primeiro vem do fato dessas firmas trabalharem tanto para o investidor quanto para a empresa sobre quem têm que emitir opiniões. Para o investidor, oferecem relatórios sobre as empresas analisadas; para as empresas, consultoria sobre melhores práticas de CG, software de emissão e gestão de formulários de proxy para assembleias, etc.). Se esse potencial desalinhamento soa similar ao das recomendações de investimento do sell-side, cuja atividade mais rentável pode não ser a corretagem dos investidores (afetada, em tese, pela qualidade das recomendações) e sim os fees do banco de investimentos, é porque é basicamente a mesma situação – incluindo-se a dificuldade análoga em se apontar qual o percentual do lucro que vem da atividade de advisory em comparação com o de outras atividades.

Ainda na seara do conflito de interesses, os autores do artigo não mencionam algo que julgamos relevante: que a ISS pertence à MSCI<sup>18</sup> desde a compra da RiskMetrics em 2010 e a Glass Lewis à CalPERS, agência californiana que gere o segundo maior fundo de pensão americano e cujo viés tradicionalmente ativista é notório. No primeiro caso, a MSCI como um todo fornece uma ampla gama de serviços a investidores, sem dúvida<sup>19</sup>, mas também a empresas que podem ser sujeitas a ratings negativos de governança da ISS<sup>20</sup>. No caso da Glass Lewis, a CalPERS pode ter seus próprios interesses em uma dada matéria sujeita a voto em assembleia. De novo: nada conclusivo, mas é mais um ponto para reflexão.

Finalmente, pode-se imaginar outro conflito de interesses advindo da própria clientela tradicional dos serviços de *proxy advisory*: os investidores. A MSCI, dona da ISS, discorre<sup>21</sup> no seu relatório anual de 2012 sobre o risco de clientes com posição relevante em alguma empresa sujeita a rating negativo poderem de alguma forma influenciar a ISS em sua recomendação final – lembrando sempre que os fundos são normalmente clientes maiores dos outros serviços oferecidos pela MSCI do que dos serviços estritamente de *proxy advisory* da MSCI (ver notas 19 e 20).

Outro ponto que nos parece questionável na análise dos professores é a premissa de que o processo de determinação de políticas de recomendação das firmas de *proxy advisory* possa mesmo ser altamente científico e gerar *outputs* “precisos”. Isso é importante porque ter precisão (*accuracy*) nesse caso é, para os autores, “diferenciar com sucesso os resultados futuros bons dos ruins”. Quem está no dia a dia de análise de investimentos há algum tempo sabe que é irreal exigir esse grau de precisão de algo tão subjetivo e caso-a-caso como políticas de governança corporativa em uma empresa... fora a dificuldade de se aceitar a premissa de que é possível definir, *a priori* e para todos os possíveis grupos de investidores, o que é um resultado “bom”. Bom para quem, em que prazo, comparado a quê?

---

<sup>18</sup> A RiskMetrics surgiu via cisão do J.P. Morgan em 1998 e a MSCI via cisão do Morgan Stanley em 2007. A separação total da MSCI do Morgan Stanley só ocorreu em 2009.

<sup>19</sup> A área de “Governance” – onde a atividade de proxy research da ISS é um dos serviços oferecidos – teve receitas de US\$ 123 milhões em 2012, ou 13% do total da MSCI no mesmo período (Relatório Anual 2012), e margem operacional de cerca de 10% de 2010 a 2012 (ligeiramente crescente). Do mesmo documento extrai-se que serviços exclusivamente corporativos dessa unidade de Governance respondem por algo entre 25 e 33% desses US\$ 123 milhões de receita.

<sup>20</sup> “Within a firewall designed to separate it from the rest of the Governance business, a unit of the Governance business also provides products and services to corporate clients who may use those products and services to learn about and improve their governance and executive compensation practices.” (MSCI, 10-K 2012)

<sup>21</sup> “The institutional clients of both our Performance and Risk and Governance businesses, particularly hedge funds and more active institutional investors, may have material economic and other interests in the corporations on which the Governance business provides proxy analyses and ratings or which are the subject of our financial research and analysis products and services. In some cases these institutional clients pay us a significant amount of money for our Performance and Risk products and services and, accordingly, there may be a perception that we might advocate a particular position or provide research that supports a particular conclusion with respect to a corporation in order to satisfy the unique economic or other interests of a particular institutional client.” (MSCI, 10-K 2012)



Que fique claro: dado que essas firmas concentram imenso poder de decisão sobre questões cruciais para empresas abertas, e que seus clientes administram tantos trilhões de dólares de certa forma amparados por opiniões de terceiros, o ceticismo e os questionamentos dos acadêmicos de Stanford são extremamente bem-vindos. Mais do que isso: recomendamos fortemente a leitura dos estudos específicos, que são bastante robustos. Para nós da Edge, porém, o ceticismo tem que ser universal – aplicável a tudo e a todos, inclusive a nós mesmos – o que nos obriga a questionar também o texto dos professores, buscar as fontes que os mesmos usaram e outras, buscar a resposta das firmas de *proxy advisory* a esses e outros questionamentos, etc.

Nesse sentido, um dos pontos mais contenciosos é a definição dos autores sobre a potencial “destruição de valor para acionistas” de recomendações dos *proxy advisors* sobre questões de governança corporativa, explorada na próxima sessão.

### O valor de qualquer recomendação

No artigo original, os autores passam rapidamente por um argumento crucial: o de que, em pelo menos dois casos, há evidência empírica de que as recomendações dos *proxy advisors* destruíram valor para os acionistas. Para podermos avaliar por nós mesmos essa conclusão, fomos aos estudos originais. Começamos pelo estudo mais recente, “Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms”, de Maio de 2013.

Os autores estudam a “temporada” de assembleias de 2011, a primeira em que a lei “Dodd-Frank” exigiu da maioria das empresas americanas levar a voto seus planos de remuneração dos executivos – i.e. o primeiro ano do “Say on Pay” nos EUA. A partir de uma amostra bastante significativa, sugere-se que: 1) o impacto das recomendações das firmas de *proxy advisory* é relevante e 2) um número bastante significativo de empresas alteraram suas políticas de remuneração antes mesmo do voto, para melhor alinhá-las com os guidelines de ISS e Glass Lewis – na esperança, posteriormente comprovada, de que tivessem recomendações positivas das mesmas. Até aí, nada inesperado. Os autores do estudo então lançam o argumento de que, ao contrário do que seria intuitivo imaginar, as empresas que aderiram aos princípios das *proxy advisory firms* destruíram valor para os acionistas. Vale usar o texto original abaixo para não haver dúvidas (as ênfases, porém, são nossas):

*Since most executive compensation changes must be publicly disclosed on Securities and Exchange Commission (SEC) Form 8-K, it is possible to precisely estimate the stock market assessment of these decisions by the board of directors. We find that the average risk-adjusted return on the 8-K filing date is a statistically significant -0.44% lower among compensation changes aligned with proxy advisor policies than among compensation changes unrelated to proxy advisor policies. Moreover, this effect is unique to 8-K changes in the time period before SOP and similar results are not observed for earlier time periods. (...) As with all observational studies, there are a variety of alternative interpretations of this result. However, we believe the most parsimonious and plausible conclusion is that the confluence of free rider problems in the voting decision, regulation of voting in institutional investors, and the decision by the SEC to regard proxy advisor policies as appropriate for purposes of institutional investor compliance with regulation has led to policies of proxy advisory firms that induce the boards of directors to make compensation decisions that decrease shareholder value.*

A medida de “destruição de valor” descrita acima, e em imenso detalhe no paper, nos parece muito inadequada: mede-se o retorno “ajustado a risco” no dia em que cada empresa divulgou a mudança proativa

em sua política de remuneração de executivos, e os dados dizem (de forma estatisticamente indiscutível, diga-se) que nos casos de adesão a princípios “padrão ISS” houve queda na ação no dia do anúncio. A conclusão dos autores - de que a queda no dia do anúncio é certamente “destruição” de valor – parece beber demais na Teoria dos Mercados Eficientes, especialmente a parte que diz que toda nova informação é imediatamente medida e incorporada no preço das ações... O que ocorreu com os preços dessas ações nos períodos subsequentes? Mais importante, o que teria acontecido com essas empresas, cujas políticas de remuneração aparentemente feriam alguns princípios básicos do que costuma-se julgar “bom” para a saúde de longo prazo das mesmas, se a mudança não tivesse sido feita?

É interessante notar que o estudo, tão completo em sua amostragem e extração, tratamento e análise estatística dos dados, assim como nos testes de hipóteses de fontes de erro e conclusões conflitantes, peca na explicação da escolha dessa medida de criação/ destruição de valor. Antes de concluirmos, porém, analisemos o segundo estudo dos professores de Stanford.

Como no estudo anterior, o paper “Proxy Advisory Firms and Stock Option Exchanges: The Case of Institutional Shareholder Services” estuda apenas um dos N possíveis pontos a se discutir em uma assembleia. Examinou-se o impacto das recomendações da ISS em relação a 137 ofertas de troca de *stock options* dos executivos das empresas<sup>22</sup> (*exchange offers*) que foram levadas a voto entre 2004 e 2009 – para simplificar, digamos que são propostas de reprecificação de opções de executivos. Ressalte-se que o estudo foi restrito à ISS porque a Glass Lewis escolheu não participar e não havia forma confiável de obter suas recomendações para os casos estudados. Novamente, ao contrário do que os seria intuitivo esperar, os professores concluem que recomendações da ISS que restringiam a possibilidade de reprecificações – em tese, uma recomendação “favorável” a acionistas minoritários - parecem ter destruído valor, enquanto empresas que tiveram mais liberdade para reprecificar as ações de seus executivos tiveram resultado melhor.

Os professores oferecem uma possível explicação: o efeito de “re-motivação” dos empregados que viram suas opções quase sem valor reprecificadas deve ter sido maior do que o custo efetivo e “moral” para a empresa (i.e. empresa que reprecifica suas opções toda vez que a ação vai mal pode sinalizar ao empregado que a performance da ação é irrelevante no seu pacote de remuneração).

Aqui a variável dependente - i.e. a medida para “destruir valor” - é também, como no estudo anterior, o retorno ajustado a risco. Porém, ao invés de medir tal dado no dia do anúncio como no estudo mais recente, aqui o período de apuração do retorno vai do anúncio da oferta de troca até o fim da mesma. A ideia é que o plano de troca ao ser anunciado ainda depende de 1) aprovação, 2) implementação e 3) aceitação por parte dos executivos. Os autores também testam janelas de 5 dias antes e depois de cada data relevante (anúncio, aprovação, implementação e fim da oferta) e acham o mesmo resultado do teste principal de retornos: as empresas cujas reprecificações mais se adequam às regras e princípios recomendados pela ISS mostram retorno pior nos períodos em questão. Neste estudo o rigor estatístico também é total, o que não quer dizer que a métrica analisada esteja correta no ponto de vista de todos os investidores...

Parêntesis: mesmo discordando da análise dos professores por qualquer motivo, fica a lição da humildade, i.e. cuidado com frases e conclusões que “fazem sentido” mas não necessariamente são verdades absolutas! Nesse caso, pode-se fazer uma série de argumentos elegantes e convincentes de que reprecificações de

---

<sup>22</sup> Proxy Advisory Firms and Stock Option Exchanges: The Case of Institutional Shareholder Services (Larcker et al., 2011 – atualizado em Abril de 2012) - [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1811130](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1811130)



opções “destróem valor”, assim como os professores estão argumentando que nesses tantos casos, no geral, a opção de restringir ou negar a reprecificação é que “destruiu” valor. A tentação de se perguntar “qual dessas regras está certa?” é grande, mas a pergunta correta deveria ser: “será que há mesmo a possibilidade de se criar uma regra que valha em todos os casos?”. Melhor achar a que funciona para seus interesses e manter a curiosidade e honestidade intelectual de procurar sempre modelos e ferramentas ainda mais úteis, dependendo da situação.

Nossa cabeça de *value investors* buscando investimentos de longo prazo já considera quase que automaticamente (outro perigo...) que o período mínimo para uma análise de retornos seja de 3 anos, e também que tenha acontecido uma perda substancial e efetiva de capital, para que se possa afirmar que se “destruiu valor”. Pode-se até entender uma análise anual nesse caso, afinal as assembleias de empresas são (no mínimo) anuais – e portanto é de um ano a “vida útil” da recomendação das firmas de *proxy advisory*. Não quer dizer que a suposta destruição de valor tenha se mantido ou se confirmado em períodos subsequentes. Voltaria então a mesma dúvida do estudo anterior: o que aconteceu com o retorno dessas empresas em períodos subsequentes e o que teria acontecido com elas se as reprecificações tivessem sido menos restritas?

Ao contrário do estudo sobre Say on Pay, porém, os professores afirmam que além da destruição de valor, as empresas que adotaram as recomendações da ISS tiveram subsequentemente performance operacional pior e maior turnover em seu quadro de executivos. Recorrendo ao original novamente:

*Our analysis produces four primary results. First, we find that **the stock market reaction** to the introduction of repricing plans is positive, **but decreasing in the extent to which the repricing conforms to proxy advisory firm guidelines**. Second, we document that the increase in operating performance after introduction of repricing programs is a decreasing function of the degree of conformity with the advisory firm voting frameworks. Third, we show that firms with repricing plans that more closely follow ISS and Glass Lewis requirements experience higher executive turnover than firms with less restrictive plans. Finally, patterns in insider trading activity during the months prior to the introduction of the repricing programs suggest that insiders’ expectations about the effect of these programs are consistent with these results. Specifically, insiders are net buyers for firms conducting repricing with positive performance consequences. These results are consistent with the conclusion that compliance with ISS or Glass Lewis guidelines on stock option repricing limits the recontracting benefits of these transactions and is not value increasing for shareholders.*

Não há espaço hábil para questionar linha a linha os estudos mencionados, mas no caso do aumento no turnover verificado nesse estudo cabe um comentário: a premissa explícita é o de que um aumento no turnover de executivos é ruim para a empresa, especialmente se a reprecificação indica que a empresa tem ou enfrentou problemas recentemente que porventura causaram a queda nas ações. Ou seja, estaria-se perdendo executivos num momento crítico. Porém, se foi esse o time que levou a empresa a essa situação e a reação dos executivos a um repricing mesmo que restrito em comparação com outros (melhor um repricing restrito que opções 100% sem valor, não?) é “pular fora”, pode-se perguntar se o turnover nesse caso não é desejável e se a empresa, no longo prazo, não está sinalizando ao mercado que os valores mudaram. Sim, acreditamos que no longo prazo qualquer empresa atrai e retém os comportamentos que premia e remunera no dia a dia...

---

## Breve comentário: e no Brasil?

A reportagem “Discretas Demais”<sup>23</sup> da revista Capital Aberto de dezembro de 2013 é bastante oportuna para a discussão, pois descreve o aparente pouco interesse das gestoras de recursos brasileiras em relação às assembleias de acionistas. Traça-se o cenário regulatório brasileiro, bastante diferente do americano, descrito até aqui. Se é verdade que o conjunto de regras imposto pela SEC e pela Lei Dodd-Frank introduziu consequências não-esperadas, o caso brasileiro pode ainda assim estar pecando por excessivo *laissez-faire*. Menciona-se ainda o Stewardship Code do Financial Reporting Council (Reino Unido e Irlanda) como algo interessante por ser baseado em princípios (como em outros aspectos do arcabouço regulatório, legislativo - e antigamente até o contábil - daquela região). Lá se adota o princípio do “comply or explain”, i.e. ou vota-se nas assembleias ou justifica-se a omissão. Dado o descrito até agora, pensamos que os riscos de se introduzir custos demais para benefícios de menos não parecem compensar uma obrigação regulatória de se participar de 100% das assembleias como nos EUA.

### “Risky is as risky does”

Parafraseamos<sup>24</sup> o inesquecível personagem Forrest Gump, do filme homônimo de 1994, para chegarmos à conclusão prática para a Edge desse exercício interessante, porém árduo, de entender a indústria de *proxy advisory*.

O que esperamos que o leitor tenha absorvido até agora é que a indústria nasceu e floresceu por causa de incentivos aparentemente saudáveis, louváveis até (ajudar os atarefados gestores de recursos a votar suas inúmeras ações de forma eficiente, abrangente e condizente com as melhores práticas de governança corporativa). Porém tanto a qualidade desse serviço quanto a do seu uso por alguns gestores têm se deteriorado – gerando uma série de distorções ainda não muito bem entendidas pelas partes interessadas.

Na Edge, buscamos combater esse tipo de “mal” na raiz da questão: as escolhas que fazemos *a priori*, seja quanto a fatores vitais e eliminatórios em nossa pré-seleção de ativos para análise, seja no tipo de análise que fazemos, na alocação de tempo da equipe aos diferentes projetos de *research* que temos pela frente, ou mesmo no monitoramento de posições já em carteira quanto aos mesmos aspectos vitais, **são escolhas que tanto mostram quem somos como nos definem novamente todos os dias**. Saber o que se faz, para quem, por quê, como e o que esperar quando fazemos isso bem feito não é algo que se possa descobrir depois: é algo pensado, planejado e executado obsessivamente. Mais do que isso: essas escolhas nos apetezem e combinam com nossos temperamentos. Se não fosse assim não funcionaria - sempre se acharia alguma brecha pois “culture eats strategy for breakfast” – e mesmo assim não é tarefa fácil.

Nossas escolhas resultam em algumas “verdades”, dentre as quais destacamos as aplicáveis a este caso:

Jamais terceirizaremos a análise de aspectos vitais de empresas e setores. Governança corporativa é um desses aspectos, tanto da pré-seleção de empresas candidatas a análise (muitos ativos “morrem na praia” aqui mesmo), como da análise pré-investimento e, em grau obviamente ainda maior, do monitoramento das empresas já investidas. A investigação das práticas atuais e passadas da empresa e do histórico de seus executivos, conselheiros e controladores é alvo de alocação de tempo relevante tanto individualmente como coletivamente (em reuniões e na Intranet da Edge);

---

<sup>23</sup> <http://www.capitalaberto.com.br/temas/gestao-de-recursos/discretas-demais/>

<sup>24</sup> No original: “stupid is as stupid does”.

---

Jamais reduziremos a análise de uma questão complexa a um compêndio de informações e tarefas “nice to know”, padronizadas e, no limite, inúteis. Cada empresa tem seus desafios e os mesmos mudam de forma mais dinâmica do que mesmo os mais atentos investidores se dão conta.

Jamais teremos um fundo com 5.000, 500 ou mesmo 50 posições por não acreditarmos ser possível, com uma equipe enxuta (“fewer, better people”) trabalhando de forma tão intensa e colaborativa como queremos, ter o grau de entendimento/conhecimento que achamos necessário sobre tantas empresas a ponto de, depois de todos os filtros e ainda se exigindo preço adequado, sobraem 50 empresas boas para compor uma carteira *long-only*, conservadora e de horizonte de longo prazo;

Jamais acreditaremos *a priori* em “conhecimento” relatado por terceiros, não importando placa ou fama, experiência, relacionamento, *track record* anterior etc., sem verificarmos nós mesmos as fontes primárias, conversarmos com diversas pessoas, pensarmos e discutirmos o assunto entre nós - e repetirmos o processo até chegarmos a uma conclusão. Mesmo assim, são comuns na Edge decisões do tipo “faz sentido, mas depois de estudarmos com afinco não temos convicção suficiente para dormirmos bem à noite” e, se essa atitude nos fez perder alguns “tesouros”, por inúmeras vezes nos salvou de investimentos medíocres, ruins ou de risco indeterminável (portanto alto demais para nós). “Nada substitui o raciocínio próprio”, disse Charles Munger.

Acreditamos piamente na velha máxima “você é o que você faz”, e procuramos exercitar todos os dias nossas escolhas mais básicas como gestores de investimento e como guardiões da cultura e dos processos da Edge.

Obrigado pela confiança.

Atenciosamente,

**Equipe de Gestão Edge Investimentos**