

## Short Sellers

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Em 20 de dezembro de 2011, O mega investidor Bill Ackman estava a ponto de fazer uma apresentação dramática sobre a famosa empresa de produtos de perda de peso Herbalife para uma plateia lotada de lumières das finanças globais. Tratando-se de investidor de tal calibre e de apresentação de tal importância, as ações da empresa exibiram comportamento completamente atípico, com fortes oscilações e volume fora do comum.

Mais do que isso, esse assunto chegou a monopolizar a atenção de Wall Street e do mundo financeiro, com seus terminais da Bloomberg, suas TVs ligadas na CNBC e suas rodinhas de conversa, por toda aquela semana. Como seria a apresentação? Seria boa? Seria má? Bill Ackman estava a ponto de afirmar, através de uma apresentação de mais de três horas e 350 slides, que a empresa não passava de uma completa fraude.

Nas semanas seguintes, uma campanha massiva da Persing Square, empresa de Ackman, prosseguiu os ataques. Um website, com o endereço [www.factsabouth herbalife.com](http://www.factsabouth herbalife.com) entrou no ar, dando apoio à visão da gestora de que a empresa em questão seria um gigantesco esquema de pirâmide, onde distribuidores deveriam recrutar novos distribuidores, que deveriam recrutar novos distribuidores, não havendo, portanto, uma demanda final para os produtos. Em outras palavras, um esquema que poderia se manter de pé por décadas, como o fez, mas que acabaria sucumbindo. O equivalente do mundo de chás para dieta do que Bernie Madoff representa para o mundo das finanças.

Os infortúnios da empresa com gênios financeiros começaram bem antes. Em maio de 2012, o também mega investidor David Einhorn inesperadamente inscreveu-se em uma teleconferência rotineira de resultados e começou a fazer algumas perguntas bem duras para a companhia. Abaixo, segue uma transcrição, traduzida por nós, da participação de Einhorn naquele *conference call* (transcrição original em nossa carta em inglês):

-----  
*Einhorn pergunta: Qual a porcentagem das vendas em termos de vendas finais vocês afirmariam que é vendida fora da rede de distribuidores e qual a porcentagem consumida dentro da própria base de distribuidores?*

*Resposta HLF: Bem, David, nos temos uma regra de bolso afirma que basicamente 70% de todos os produtos são vendidos aos*

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

*consumidores ou realmente consumidos por meus distribuidores para seu próprio uso pessoal. Então, obviamente, o que temos visto com os clubes de nutrição é que agora temos visibilidade pela primeira vez perante os nossos clientes. Nós sabemos que informamos neste call pela primeira vez o número de clubes comerciais em todo o mundo, numero este que passa de 30.000, e isso nos dá viabilidade para a enorme quantidade de produtos que estão sendo vendidos diretamente aos consumidores e vemos isso como uma tendência crescente em nosso negócio.*

*Einhorn: Então, qual é o percentual que é realmente vendido para consumidores que não são distribuidores?*

*HLF: Então, não temos uma porcentagem exata David, porque não temos visibilidade a esse nível de detalhe.*

*Einhorn: Você tem uma aproximação?*

*HLF: Então bem novamente voltando ao nosso 70%, onde acreditamos que pode ser de 70% ou potencialmente superior a isso.*

*Einhorn: Okay. Então, qual é o incentivo para o supervisor de assinar alguém para se tornar um distribuidor e ao contrário, se eles estão indo lá só para consumir por si mesmos ao invés de apenas vender o produto pelo preço maior? Como o distribuidor - quero dizer, como o supervisor- se sairia melhor?*

*HLF: Claro. Então, eu acho que há duas razões para isso. Então, sabemos do nosso negócio hoje que muitos de nossos futuros supervisores e construtores de negócios entram como clientes e, em seguida, eles se tornam distribuidores. Assim, o benefício de um supervisor é a possibilidade de uma maior retenção desse cliente / distribuidor, porque eles agora estão ganhando um desconto de 25%. A segunda questão é que ela preserva a linhagem. Então, obviamente, se eu assinar você David como um distribuidor, minha esperança e minha expectativa é que, com base no resultado do produto tremendo que você vai conseguir e que você vai ter é que amigos e as famílias vão olhar para você e dizer, "uau, David você está ótimo, como emagreceu assim? E você vai responder a eles, eu entrei pra Herbalife, e quem sabe isso possa até te fazer pensar, "uau, talvez esta seja uma oportunidade de negócio na qual eu possa estar interessado! Assim, o benefício para mim, como seu supervisor é um, o desconto que você teria e logo minha maior probabilidade de retenção, ou seja, um cliente permanente e em segundo lugar, a*

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

*esperança de que, em algum momento, você decidir entrar para o negócio e, portanto, que você já está na minha linhagem e faz parte do meu grupo.*

*Einhorn: Certo. Mas apenas tentando entender isso claramente, se eu vender para um cliente o que eu comprei - Eu sou um supervisor, eu compro com um desconto de 50%, e eu vendo a um cliente, eu faço 50 pontos, se ele paga o preço cheio. Se por outro lado ele também virar um distribuidor e comprar por conta própria então ele recebe um desconto de 25% e eu passo a ganhar sete pontos reais (mais valiosos). É assim que funciona?*

*HLF: Não, você ainda teria os outros 25%.*

*Einhorn: Eu vou ficar 25% mais que os sete pontos reais.*

*HLF: Então, a menos que você seja do círculo real, você simplesmente embolsa a diferença. Então, você está em um desconto de 50%, você está vendendo a um desconto de 25%, e assim a diferença entre os dois é que o seu lucro sobre a venda.*

*Einhorn: Certo, então se ele assinar com um distribuidor e compra-lo por ele mesmo da Herbalife, eu ainda obtenho os 25%.*

*HLF: Isso está correto.*

*Einhorn: OK. Bom. Uma última pergunta, no 10-K (relatório financeiro) anterior, vocês agrupam seus distribuidores em três grandes grupos, que chamam de 29% auto consumidores, 57% "pequenos varejistas", e 14% possíveis líderes de vendas. Ocorre que esta divisão sumiu no último 10-k. Tenho então duas perguntas: Em primeiro lugar, como vocês medem isso e como saber qual é qual? E, segundo, por que vocês pararam de divulgar isso no último 10-K? É algo que vocês pararam de mapear ou simplesmente pararam de divulgar?*

*HLF - John Desimone: Olá, aqui é John falando. Os critérios para agrupar distribuidores em diferentes classes foram tem como base o volume de suas compras e estamos fazendo suposições para pessoas abaixo de certo volume. Ao fazer compras, eles estavam comprando os produtos em pouca quantidade, e não me lembro dos valores exatos, mas posso buscar isso para você após a conferência os métodos de como nós distinguimos as três classes. E a razão que tiramos dos relatórios 10k foi a mudança de CFO e que para mim, eu não vejo isso como uma informação valiosa para a empresa ou para os investidores. No entanto, podemos*

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

*facilmente fornecer esta informação daqui para frente se você preferir assim, para nossos investidores. Mais uma vez, não me lembro a delimitação exata entre as três classes, mas eu certamente posso obtê-la pra você. Nosso objetivo é ser completamente transparente, então sem problemas.*

-----  
O papel terminou aquele dia em baixa de 20%.

Em dezembro então começaria o ataque da Persing Square à Herbalife, ataque este sem precedentes em muitos aspectos: é raro, mesmo no hiperdesenvolvido mercado acionário americano, ver um ataque tão frontal e categórico à integridade de uma companhia. O website que a gestora pôs no ar contém apresentações, depoimentos de ex-distribuidores da Herbalife, dentre outras coisas. Tudo reivindicando ou apoiando a reinvidicação de que a empresa não passa de uma fraude.

As entrevistas e todo o resto do conteúdo deixam uma certeza: não é qualquer exagero dizer que Ackman está arriscando toda a reputação de sua imensa gestora de recursos e sua biografia como investidor assumindo tal ataque. Se ele estiver correto, provavelmente inscreverá seu nome no rol dos heróis das finanças. Se estiver errado, provavelmente terá que lidar com anos de processos judiciais, além da perda de confiança de seus investidores. E ele sabe disso.

A esta altura, o leitor provavelmente já deve ter imaginado, é claro, que tanto Eirnhorn como Ackman não estavam questionando, cada um a seu modo, a Herbalife por razões altruísticas, como um possível interesse em descobrir a verdade ou em proteger o mundo de intenções inescrupulosas. Eles obviamente fazem isso pelo dinheiro. Ambos estão entre os mais famosos *short sellers* do planeta. Nos dias seguintes à apresentação, foi revelado que a Pershing Square possuía sozinha uma posição *short* na Herbalife superior a 1 bilhão de dólares. E mais do que isso, Ackman afirmou que não desmontaria tal posição até que o preço do papel atingisse a cotação de exatamente zero.

\*\*\*

Em finanças, *short selling* (venda a descoberto em português) é a prática de venda de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros que não são atualmente de propriedade do investidor executando tal venda, que possui então intenção de

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

posteriormente recompra-los (cobrindo a posição) por um preço menor em uma data futura, embolsando a diferença. Com o tempo, porém, essa definição passou a significar qualquer posição em que o investidor lucre com o declínio no preço de um ativo subjacente, seja esse ativo uma ação, *bond*, *commodity* ou outro instrumento financeiro.

Muitas pessoas afirmam que a venda a descoberto foi inventada pelo comerciante holandês Isaac Le Maire, no século XVII, especulando contra a empresa Holandesa das Índias Orientais, que era, aliás, sua grande concorrente. Ao longo da história, o *short selling* sempre atraiu uma boa quantidade de polemica. Alguns veem como uma atividade imoral lucrar “em cima da desgraça dos outros”. Muitas proibições e restrições às vendas a descoberto foram impostas ao longo da história, desde na Inglaterra do século 18 até o auge da crise do Euro em 2012, onde Políticos europeus proibiram a venda a descoberto de ações dos bancos europeus abalados pela crise.

É bom lembrar, políticos sempre gostaram de culpar especuladores pelos seus problemas, logo, os problemas dos bancos da zona do euro foram sendo aos poucos colocados na conta de “inescrupulosos apostadores que lucravam com a crise e lucrariam mais ainda se tudo fosse pelos ares”. Nós vemos muitas fraquezas neste argumento e nesta tentativa de “quebrar o termômetro” banindo o *short selling* por várias razões:

Primeiro, não esqueçamos, os preços, incluindo os preços dos ativos financeiros, são nada mais do que uma informação. *Short sellers* são uma parte natural do mercado, assim como os compradores regulares de ações, e a interação entre estes dois grupos ajuda o mercado a encontrar o preço “certo”, a alcançar uma informação que é necessária para seu perfeito funcionamento. Além disso, existem muitos resultados benéficos que resultam das atividades dos *short sellers*: eles impedem a formação de (algumas) bolhas no mercado, são geralmente os primeiros a descobrir fraudes nos balanços das empresas e assim por diante.

Como uma casa de investimento em valor, somos muitas vezes perguntados por que decidimos embarcar em tal atividade “especulativa” como as vendas a descoberto, para compor a estratégia de nosso FIA. Na verdade, não há nada especulativo sobre *short selling*, que é uma parte integrante do framework de geração de valor a nossos investidores. Sem a possibilidade de

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

*shortear* uma empresa, a nosso ver, uma estratégia verdadeira de seleção de ações não está completa, para vários motivos:

1) O mesmo trabalho de análise empresarial e garimpagem em busca de oportunidades que nos leva a de compra de empresas por vezes também nos leva, sem esforço adicional, a oportunidades óbvias de *short*,

2) Se feita corretamente, uma estratégia *long biased*, como a que nosso fundo adota, pode ajudar uma carteira a exibir *upside* adicional em momentos de subida do mercado e limitar as perdas em momentos de queda da bolsa. Isso acontece por uma simples razão: no curto prazo há uma correlação muito forte entre os muitos papeis da bolsa, que exibem uma tendência a se mover em sincronia, mas se uma estratégia de seleção de ações for realmente bem feita, a esperança é que:

-as posições long de um portfolio subam mais do que o mercado em momentos de alta e caiam menos em momentos de baixa, obviamente;

-as posições short caiam mais do que o mercado quando tudo está indo para baixo ou subam menos que o mercado em momentos de alta na bolsa.

Assim é possível, apesar de não trivial, exibir retornos superiores e volatilidade inferior em uma carteira *long biased*, como a de nosso FIA, do que em uma carteira *long only* (apenas comprada em diversos papeis, sem posições vendidas).

3) Esta é, em nossa opinião, a estratégia com a melhor relação risco-retorno potencial para se operar no mercado de ações.

4) Algumas pessoas acreditam que existam ainda mais oportunidades em se *shortear* empresas do que na busca de boas ações para a compra, uma vez que muitos investidores, especialmente alguns investidores institucionais, não podem pelo regulamento de seus fundos *shortear* papéis, apenas comprar ações de empresas, deixando mais oportunidades disponíveis no lado "*short*" que no lado "*long*", pelo simples fato de menos pessoas estarem praticando tal estratégia.

Por outro lado, todo *short seller* enfrenta dois desafios adicionais, que não estão presentes ao se comprar ações na bolsa:

1) Com o tempo, o mercado de ações sobe em longuíssimos períodos (em média cerca de 9% ao ano, incluindo a inflação, na

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

maioria dos países, ao longo dos últimos 100 anos ou mais). Assim, qualquer vendedor a descoberto tem que reconhecer que ele está lutando contra a gravidade. O *short seller* enfrenta permanente vento contrário enquanto o comprador de ações lida com vento de cauda no longo prazo.

Essa realidade é uma das razões para adotamos uma estratégia *long biased* e não uma estratégia *long short*, que não tem exposição líquida a bolsa. Em um mercado em ascensão (como ele sempre é no longuíssimo prazo), matematicamente as compras de ações exibirão uma tendência a ter um melhor desempenho do que os *shorts*. Em outras palavras, para se obter retornos realmente sensacionais no mercado, você deve exibir não apenas alfa incrível, mas também uma exposição significativa ao beta. Caso contrário não será o suficiente para se alcançar retornos espetaculares comparativamente, ainda que você seja um gênio.

2) Timing. Se você faz seu trabalho de análise corretamente e compra o papel de uma empresa, eventualmente, preço e valor do ativo adquirido irão convergir. E mesmo que isso não aconteça, no limite você será sócio da empresa cujas ações comprou, se apropriando de seus dividendos futuros e suas perspectivas e resultados. Por outro lado, apostando contra uma empresa, entender com perfeição os fundamentos é apenas metade do trabalho: o timing é fundamental uma vez que você não pode ficar *short* para sempre em um papel, já que no final das contas você está trabalhando com títulos emprestados.

## Famosos Vendedores a Descoberto

George Soros - Em 16 de setembro de 1992, um dia que viria a ser conhecido como "quarta-feira negra", o fundo de Soros *shorteou* a Libra Esterlina Inglesa em um valor superior a US \$10 bilhões, lucrando com a relutância do governo do Reino Unido em aumentar as suas taxas de juro a níveis similares aos de outros países europeus que faziam parte do mecanismo de unificação das taxas de cambio pré-euro, que vigorava na época, e em deixar sua moeda flutuar.

Após o forte ataque de Soros, o Reino Unido teve que se retirar do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio, desvalorizando a libra, o que levou Soros a lucrar cerca de US \$1,1 bilhão nesse único dia. Ele foi apelidado de "o homem que quebrou o Banco da Inglaterra".

David Einhorn - Famoso gestor nova-iorquino, ele *shorteou* muitas

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

empresas no passado, ganhando bilhões de dólares para seu fundo no processo.

Algumas de suas tacadas mais famosas incluem Lehman Brothers, pouco antes da explosão da crise financeira de 2008, Green Rooster Coffee, cuja ação tinha subido três vezes quando ele começou o short alegando que a empresa possuía produtos de qualidade inferior e posteriormente a ação despencou e Capital Allied, onde percebeu praticamente sozinho que a empresa possuía práticas questionáveis em seu balanço.

Jim Chanos - Sua fama veio da aposta contra a Enron, uma vez que ele percebeu que a empresa era uma fraude antes do resto do mercado.

John Paulson - No que é até hoje, provavelmente, a mais incrível operação de todos os tempos nos mercados financeiros, ele fez uma aposta massiva, através de contratos de CDS (credit default swaps) contra o mercado imobiliário americano em 2007, quando ele estava no topo do ciclo e prestes a entrar em um incrível colapso.

As hipotecas que lastreavam os contratos foram virando pó, o valor dos CDS', que garantiam seu não cumprimento dispararam e a operação orquestrada levou a empresa a um lucro de cerca de U\$15 bilhões, dos quais se estima que Paulson tenha embolsado cerca de U\$4 bilhões na pessoa física, somente naquele ano. Um de seus fundos chegou a subir 700% nesse mesmo ano.

Muddy Waters - Firma americana especialista em detectar e *shortear* fraudes em companhias chinesas.

\*\*\*

Falando sobre nosso portfólio, temos sido historicamente bastante transparentes sobre como lidamos e qual o racional de nossas posições short. Em primeiro lugar, é importante lembrar que nosso lado "comprado" será sempre de longe a parte mais significativa de nosso portfólio, conforme exposto na tabela abaixo:

Composição FCL Equities	
Long	102,17%
Short	(4,29%)
Cash	(4,71%)
Net Long	93,17%

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

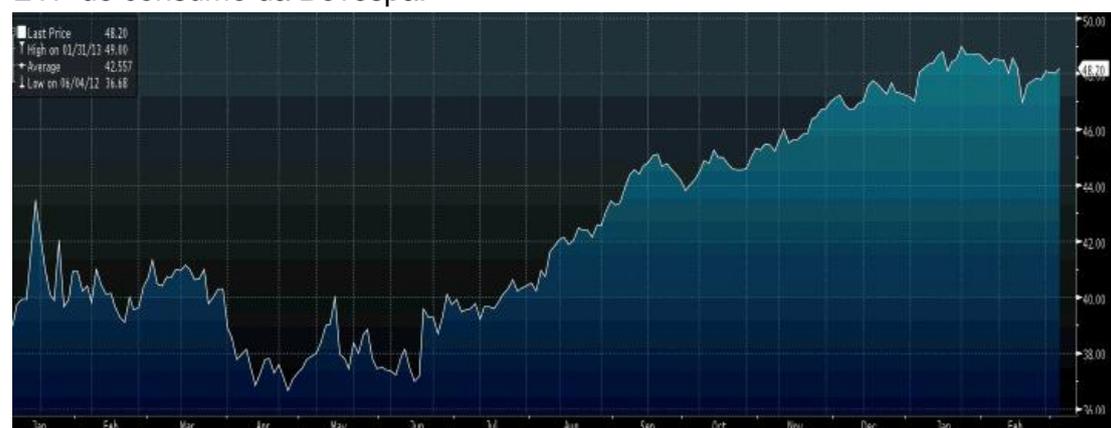
E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Setor	Exposição
Alimentos	28,17%
Petroquímica	24,01%
Fertilizantes	21,05%
Metalurgia	19,81%
Logística	6,04%
Açúcar e Etanol	0,92%

E porque adotamos esta estrutura? O fato é que realmente acreditamos em exposição inteligente a beta (mercado) para alcançar retornos superiores, e vemos os nossos shorts mais como uma extensão de nosso framework de investimento em valor e uma forma inteligente de diminuir a nossa volatilidade, do que qualquer outra coisa.

Já revelamos também em cartas passadas nossa posição short em Odontoprev (ODPV3: BZ), a qual, acreditamos, irá enfrentar um ambiente competitivo muito mais difícil no futuro, e também continuamos ativamente buscando boas oportunidades de short no setor de consumo na Bovespa, uma vez que vemos alguns múltiplos e toda a euforia relacionada ao consumo interno no Brasil como extremamente *overpriced*. Em particular, temos avaliado ativamente algumas empresas dos setores de varejo em geral e varejo farmacêutico como possíveis ideias para uma posição short.

ETF de consumo da Bovespa:



O mercado está começando a concordar com nossos pontos de vista em relação à Odontoprev: a posição está começando a ser lucrativa para o fundo, mesmo sem considerar o *float* adicional ao usarmos os recursos de nossa posição short para aumentar a

alocação em participações que gostamos de nosso portfólio, como Braskem e Minerva.

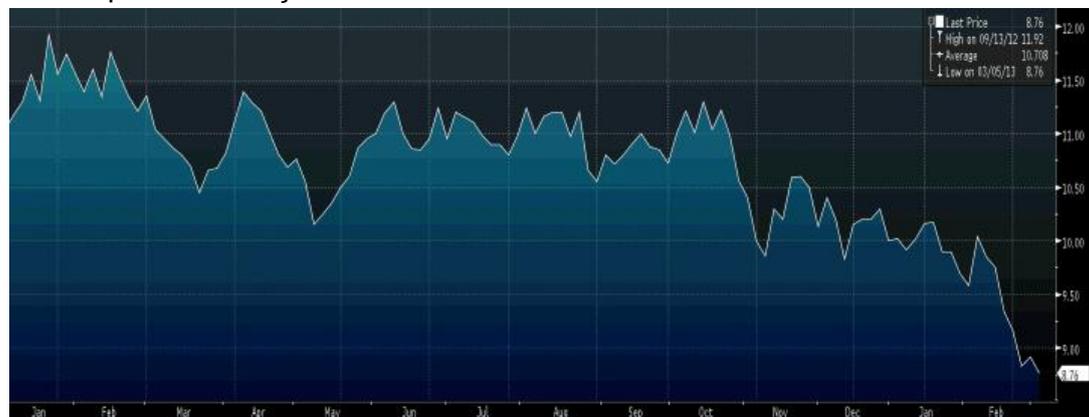
Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

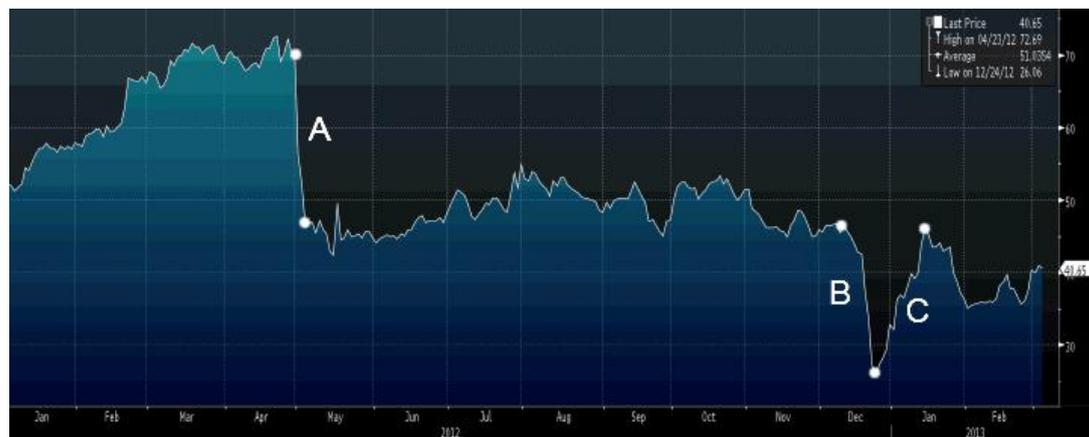
Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Desempenho das ações ODPV3 nos últimos 6 meses:



\*\*\*



Acima, gráfico do desempenho das ações da Herbalife:

- O período que chamamos de “A”, entre as duas primeiras marcações, representa o que ocorreu com o papel após a participação de Einhorn na *conference call*;
- O período intitulado “B”, entre a terceira e a quarta marcação representa a repercussão da apresentação de Bill Ackman;
- O período que chamamos de “C”, entre a quarta e a quinta marcação, mostra o resultado da polêmica entrada de Icahn na empresa, assim como de outros gestores oportunistas, conforme explicado abaixo.

Como dissemos, a história sobre a Herbalife ainda está se desenrolando. Pouco após Ackman ter delineado sua aposta maciça na queda da empresa, alguns gestores de fundos

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

oportunistas viram as cotações despencando e começaram a formar posições compradas.

Primeiro, a Third Point Capital, uma respeitada gestora de recursos, divulgou uma participação de 8,2% na empresa. “Ele é meu amigo, mas vai perder um monte de dinheiro”, foi a resposta de Ackman, referindo-se ao presidente da empresa, Daniel Loeb. Ainda assim, o momento mais pessoal e dramático ainda estaria por vir: o mega investidor Carl Icahn montou também uma gigantesca posição na Herbalife, assumindo assim a ponta diretamente contrária a da Pershing Square Capital. Icahn é um antigo e público desafeto de Bill Ackman desde cerca de uma década atrás, quando os dois viram-se as voltas de uma disputa judicial entre as firmas de investimento lideradas por eles, relativa a uma transação de compra e venda de uma empresa.

Icahn enfatizou que, embora odeie Bill Ackman, ele não compraria nenhuma empresa apenas para machuca-lo. Ele realmente acredita, através de sua análise, que esta é uma empresa legítima e assim visa lucrar com sua posição. Sua tese é a de que aos poucos o mercado perceberá que não se trata de uma fraude, e que à medida que o mercado fique menos preocupado com as alegações de Ackman e da Pershing Square, as ações irão disparar. Assim, segundo ele, o objetivo é o lucro, e machucar Ackman seria meramente um “bônus”.

Já que estamos falando de dois investidores bilionários, envolvidos em uma briga bastante pública, o canal de notícias financeiras CNBC foi rápido em organizar uma entrevista de meia hora com os dois. Eles discutiram suas opiniões frontalmente contrastantes sobre a empresa e não perderam a chance de ofender um ao outro em cada oportunidade que tiveram: “Ele é como um bebê chorão”, afirmou Icahn em um ponto, referindo-se a Bill Ackman. “Este não é um cara honesto, que mantém sua palavra”, trovejou Ackman para Icahn em outro momento. E desse modo, o debate continuou. Em um ponto Ackman afirmou que Icahn era um grande investidor e uma terrível pessoa. Icahn respondeu: “eu agradeço a ele, mas infelizmente eu não posso dizer o mesmo”.

Toda vez que uma palavra impropria era proferida por Icahn, que aconteceu algumas vezes através daquela elétrica meia hora, os *traders* da Bolsa de Nova York, a NYSE, vibraram e urraram. Em poucos minutos, a *hashtag* do twitter #icahnvsackman tornou-se um *trending topic* na região de Nova Iorque. Enquanto o moderador tentava a duras penas fazer perguntas analíticas sobre a empresa, por vezes tais perguntas eram respondidas pelos dois

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

e por vezes não. Em certo ponto um impaciente Icahn disparou para o âncora: “Eu não dou a mínima para o que você quer saber, eu vim para falar sobre o que eu quero falar”. Tudo isso, é claro, ao vivo para uma audiência internacional.

E para concluir, caro leitor, você pode perguntar: quem esta casa acha que está certo nesta disputa? Qual a nossa opinião sobre Herbalife e seus intrigantes produtos de emagrecimento? Para começar pelo óbvio, trata-se de uma pergunta bastante complicada. Nós certamente vemos vários méritos no argumento da Pershing Square após dedicarmos algumas horas analisando a empresa e conversando com alguns de seus “distribuidores”.

Para começar, é um fato notório que todos conhecem a Herbalife, mas, ao contrário de várias de suas concorrentes, poucos são capazes de citar um único produto da empresa. E ao nos debruçarmos sobre o balanço, verificamos que a empresa, que não possui marcas destacadas a não ser a própria marca da empresa e sim uma série de produtos quase comoditizados, apresenta margens maiores do que seus concorrentes, que trabalham com produtos significativamente mais famosos e reconhecidos.

Tendo dito isso, sentimos também que um ponto fundamental vem sendo ignorado pelos investidores que estão *short* no papel: muitos consumidores da Herbalife logo se tornam distribuidores apenas para poder adquirir os produtos com desconto. Eles são a demanda final, e nesse sentido, havendo demanda final a Herbalife não seria afinal uma “corrente da felicidade”. Nós não chegamos a visitar nenhum dos milhares de “clubes de nutrição” que a Herbalife promove, e lá possivelmente teríamos maiores insights sobre as motivações de compra dos produtos e ingresso no canal de distribuição, tanto nos EUA como no Brasil. Mas o *feedback* que ouvimos de pessoas que já visitaram um dos clubes é que de fato muitos distribuidores são consumidores disfarçados.

Uma boa notícia é que se isso for verdade, todo o argumento de que não há demanda externa final cai por terra. Não haveria realmente necessidade de demanda “externa” se internamente existe uma demanda real, de verdadeiros consumidores dos produtos. Clientes são clientes, não importando se ganham pontos e benefícios e se são chamados de distribuidores ou não. O que uma empresa precisa é de demanda real e fiel por seus produtos.

Nós não estamos dizendo que temos uma resposta definitiva. Não investimos o tempo nem a energia que tanto Bill Ackman como

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Carl Icahn sem dúvidas têm investido no estudo desta empresa, e mesmo assim note que eles chegaram a conclusões diametralmente opostas! Além disso, só acredito na opinião de quem tem algo a ganhar ou a perder. É por isso que tratamos as opiniões da maioria dos analistas mais como ruídos do que como informação. E sendo consistentes com nossa própria filosofia, neste caso não temos nada a ganhar ou perder (dinheiro investido) e logo não arriscaremos uma opinião contundente, tanto para um lado como para outro.

O ponto central desta carta é a natureza dos *short sellers* e suas interações com os compradores regulares de ações. Concluiremos então justamente como começamos: os preços são uma informação. Vendedores e compradores formam juntos uma engrenagem fundamental do mosaico de informações que os mercados financeiros nos dão sobre as empresas e suas realidades. São em última instância dois lados da mesma moeda.

### Leitura adicional

1: [www.factsaboutherbalife.com](http://www.factsaboutherbalife.com), cortesia de Pershing Square LLC.

2: CNBC vídeo Ackman vs Icahn fazer YouTube: Meia hora de puro amor entre Icahn e Ackman na televisão internacional:  
[http://www.cnbc.com/id/100408608/Icahn\\_Ackman\\_in\\_Epic\\_Show\\_down\\_of\\_Billionaires](http://www.cnbc.com/id/100408608/Icahn_Ackman_in_Epic_Show_down_of_Billionaires)

## Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: [www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com).

---

Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" ([www.comoinvestir.com.br](http://www.comoinvestir.com.br)).

