

FCL*Capital*

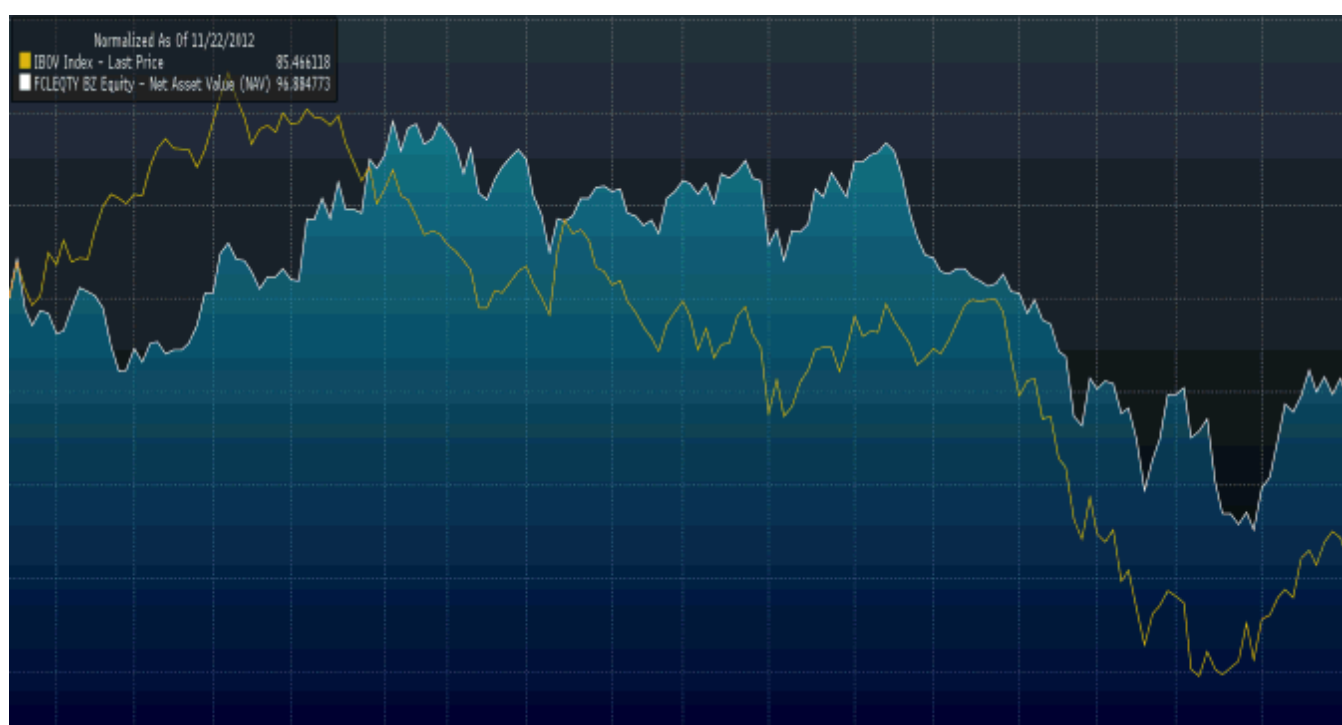
Julho 2013

www.fclcapital.com

Desempenho dos Ativos (%)

Data	FCL Capital	Ibovespa	CDI
Em Julho	+2,21	+1,63	+0,70
No Ano	-3,44	-20,86	+4,15
Desde 03/04/07*	+184,05	+4,20	+85,15
Desde 22/11/12**	-3,11	-14,53	+4,88

(*) – Criação do clube FCL Capital. (**) – Criação do fundo FCL Equities FIA.



Ibovespa vs FCL Capital desde a criação do fundo. Fonte: Bloomberg.

O Mercado e suas Tribos

No início havia caos. A mesma metáfora usada para descrever o nascimento do universo pode sem dúvidas ser aplicada ao mercado acionário. Nos primórdios, as vantagens competitivas eram mais simples, e a melhor qualidade de informação, assim como a capacidade de manipular esses dados, eram grandes diferenciais.

É claro, sempre existiram investidores excepcionais, que desde os tempos primórdios das bolsas de valores, possuíam uma estranha capacidade de entender melhor as coisas, manter a calma quando todos estavam nervosos, e “adivinhar” onde o preço das ações estava indo.

Como tempo, porém, abordagens sistemáticas foram gradualmente nascendo e se formando. Assim foram surgindo, pouco a pouco, as famosas “tribos”, onde até hoje os investidores se dividem. Dedicaremos esta nossa carta a elas.

Se tivéssemos que nomear a primeira pessoa que realmente tentou sistematizar o comportamento dos mercados de ações (provavelmente uma das tarefas mais inglórias de todos os tempos), teríamos que olhar para as origens da chamada análise técnica, que é até os dias de hoje amplamente utilizada. E especialmente, teríamos que aprender sobre a história de um homem chamado Charles Dow.

Em uma série de editoriais no Wall Street Journal, na virada do século 19 para o século 20, a famosa “*Down Theory*” foi publicada. Os princípios básicos da teoria são:

- Toda informação sobre qualquer empresa já está necessariamente descontada no preço de suas ações, que reflete todo o conhecimento dos diferentes investidores;
- O mercado se move em tendências para cima, para baixo, ou para os lados;
- As tendências têm diferentes fases, nas quais os investidores agem de acordo com seu grau de convicção e conhecimento;
- As informações do mercado, embutidas em seus preços, não podem se contradizer;
- Volume é um indicador importante da força de tendências;
- Uma tendência continuará até que algum evento a mude de direção.

E assim, através da *Down Theory*, a análise técnica, onde investidores buscam informações e pistas sobre o direcionamento futuro nos próprios preços das ações, talvez até hoje o método mais popular para se tentar “bater” o mercado, teve seu início.

Outros pioneiros surgiram em seguida. Em 1930, um importante trabalho feito por um contador americano chamado Ralph Elliott, denominado “ondas”, propôs que os investidores têm um comportamento que poderia ser entendido em ciclos, e que esse comportamento deriva da psicologia humana. Portanto, diz a teoria, se pudéssemos entender o ciclo em que estamos, poderíamos bater o mercado de ações.

Inúmeros estudos acadêmicos utilizaram diferentes estratégias no passado como ferramentas de análise técnica, que até hoje são amplamente utilizados.

Como todas as grandes ideias, as ideias do pai do value investing, um economista britânico que lecionava na Columbia University em Nova York chamado Benjamin Graham, eram simples, provavelmente utilizadas antes dele, mas nunca antes reunidas e sistematizadas.

O cerne da teoria de Graham era bastante simples: o preço de uma ação e seu valor eram duas coisas diferentes. O primeiro é o que você paga por um ativo, enquanto o segundo é quanto o ativo vale.

A ideia de que o preço e o valor de uma ação podem divergir, assim como podem divergir preço e

o valor de qualquer coisa que se compre, desde imóveis até o leite na padaria, é algo intuitivo, mas que nunca antes havia sido realmente explorada. Até então a tendência era tratar preço como algo “dado” e quase que divino. A diferença entre preço e valor é a pedra angular de qualquer “*value investor*”, até os dias de hoje.

Graham também propôs que o mercado de ações pode se comportar de maneiras loucas, dando preços muito acima ou abaixo do valor por algum tempo, devido à psicologia humana, e motivado por duas forças opostas que o dominam, como se fossem uma balança: a ganância e o medo. Mas apesar destas duas forças contraditórias, eventualmente, preço e valor sempre convergem.

Por fim, ele defendeu que investidores deveriam tentar descobrir o valor justo de uma empresa, ou algo próximo a este valor justo, através de uma série de métodos e truques, como múltiplos de mercado (sendo preço sobre lucro o mais popular e simples destes múltiplos) e uma análise mais profunda do negócio da companhia e suas perspectivas.

Graham recomendava que investidores buscassem o que ele chamava de “margem de segurança”, o desconto do preço de uma empresa em relação ao seu valor justo. Quanto maior fosse essa margem, provavelmente melhor seria o investimento no longo prazo.

Uma famosa alegoria utilizada por Graham foi a história do Sr. Mercado: Ele disse que qualquer acionista, de qualquer companhia da bolsa, deveria imaginar possuir um sócio um tanto instável emocionalmente chamado Sr. Mercado.

Em alguns dias o Sr. Mercado acordaria eufórico e lhe faria ofertas extremamente elevadas por sua participação no negócio que vocês dois terão em conjunto, e talvez até fosse uma boa ideia vender estas participações. Em outras épocas, Sr. Mercado seria tomado por medo e pânico. Assim, ele continuaria mostrando cotações todos os dias com o que ele achava que sua participação no seu negócio em conjunto valeria.

Provavelmente a coisa mais esperta a se fazer ao comprar uma boa empresa seria não só manter sua participação a preços tão descontados, mas aproveitar para comprar um pouco mais de seu instável sócio.

Aos poucos, as maneiras um tanto excêntricas de enxergar o mercado acionário de Benjamin Graham foram ganhando adeptos e respeito. Em 1928, ele começou a lecionar seu curso em Columbia, e em 1934 finalmente publicou um livro chamado *Security Analysis*, que ainda é tido como a “bíblia” fundadora do *value investing*.

Vários de seus alunos de Columbia durante os anos e décadas seguintes viriam a ganhar proeminência como investidores em ações. No (hoje longínquo) ano de 1949, um estudante de 19 anos vindo de Nebraska iria se sentar para assistir a aula de Graham pela primeira vez. Seu nome era Warren Buffet e ele logo se tornaria o investidor mais bem sucedido de todos os tempos.

Algumas décadas depois das tribos do *value investing* e da análise técnica terem sido fundadas, um estudante de Princeton chamado John C. Boogle estava muito decepcionado com a forma como os mercados de ações estavam organizados.

Ele sentia que a gestão de investimentos era um grande negócio para os gestores, mas que estes normalmente cobravam taxas muito elevadas pelo seu trabalho. Pior ainda, a maioria desses gestores fazia (e ainda fazem) um péssimo trabalho de realmente entregar alfa, ou valor, através

da seleção de investimentos bem sucedidos.

Sua conclusão era de que é praticamente impossível a maioria dos investidores bater o mercado com consistência. E mesmo se o fizessem, teriam que fazê-lo por uma larga margem para justificar as altas taxas pagas a corretores e gestores para justificar o trabalho e os gastos.

Assim, sua proposta era bastante radical e inovadora na época (1974): criar um índice de títulos ou ações que poderia ser replicável, e através desta construção, o investidor teria taxas baixas, custos de negociação menores e assim teria um desempenho equivalente ao do mercado. Em outras palavras, ele não acreditava na capacidade de investidores em bater a média.

Para ele, a grande inteligência e o “pulo do gato” estariam na ideia de aceitar estar na média e a partir daí poder estar exposto ao desempenho dos índices, sem incorrer nos altos custos e desilusões de tentar reinventar a galinha dos ovos de ouro.

John Boogle, com a empresa que ele fundou, chamada Vanguard, foi sem dúvida uma das vozes mais influentes do século passado nos mercados acionários. Suas ideias, defendendo a doutrina que ficou conhecida como “*passive investing*” (já que os investidores colocam-se passivamente em um índice do mercado), inspiraram inúmeras evoluções nos mercados, como a recente explosão dos ETF’s (Exchange-Traded Fund), que criaram toda uma nova corrente de pensamentos, e gerou acalorados debates entre investidores que buscam alfa e investidores que preferem o chamado investimento passivo.

Então, até agora temos análise técnica, procurando tendências e sinais de preços de mercado, os investidores de valor, em busca de discrepâncias entre os preços e os valores, e investidores passivos, satisfeitos em estar na média e tentando se posicionar através de um índice.

Obviamente existem muitas misturas dessas tribos de investidores. Muitos *players* são difíceis de classificar e existem também muitas subtribos em cada uma dessas grandes tribos. E claro, essas três tribos estão longe de representar todas as estratégias que existem. Mas vamos agora concentrar-nos um pouco no que realmente conta: resultados.

Muita tinta tem sido usada e continuará sendo usada para discutir as diferentes abordagens em relação ao mercado. A evidência acadêmica, principalmente através de simulações de computador em análises de “*backtesting*”, é de que a análise técnica realmente parece ter funcionado até a década de 1950, quando começou a tornar-se muito popular. Em seguida, quase de repente, parou de gerar bons resultados.

Isso sem dúvida faz sentido. Por definição, uma estratégia de investimentos, seja ela qual for, só vai funcionar se poucas pessoas a estiverem utilizando de forma eficiente. Caso contrário, os ativos já estariam precificados adequadamente, algo que no jargão de Wall Street se chama de “*Crowded Trade*”.

Value investing é também uma forma muito difícil de ganhar dinheiro, como é alias qualquer outra forma. A evidência mais recente parece comprovar que poucos investidores foram realmente capazes de bater de forma consistente o mercado por longos períodos de tempo e que todos estes poucos e diferenciados investidores atravessaram períodos onde obtiveram desempenho inferior a média do mercado, e suas habilidades foram duramente questionadas.

Na FCL, como nossos investidores sabem, adotamos principalmente a filosofia do value investing para gerir os recursos de nossos investidores. Esta estratégia decorre de algumas razões. A primeira é que, devido a nossa história e nossos conhecimentos, julgamos que esta abordagem é

como sentimos que entregaremos mais valor a nossos investidores, e, sobretudo, onde achamos que possuímos vantagem competitiva sustentável sobre nossos concorrentes.

Acreditamos que somos capazes de compreender e processar o value investing de forma muito competente. Além de ganhar dinheiro para nossos investidores, procuramos sempre entender *por que nós estamos ganhando dinheiro*, para assim replicar a metodologia de nossos sucessos no futuro.

Com o tempo, novas tribos surgiram, assim como subdivisões e mistura entre elas aconteceram. No complexo mercado acionário internacional de hoje, existem também os chamados *quants*.

Quase que totalmente ausentes no Brasil, eles são os cientistas do mundo das finanças. Através de seus computadores avançados e modelos matemáticos, tentam ganhar uma vantagem sobre todos os outros através de complexos sistemas quânticos. Alguns deles têm obtido sucesso extraordinário.

Existem também os chamados *ativistas*, que não necessariamente buscam as melhores ou mais baratas empresas, mas aquelas onde podem “virar a mesa” e destravar valor. Compram algo como 5% a 10% de todas as ações de uma companhia, e imediatamente iniciam uma campanha, às vezes em conjunto com outros investidores, de troca de estratégia e prioridades, venda de ativos, mudança na administração, ou todas estas opções.

Em suma, compram algo não pelo que vale, mas pelo que pode valer com o seu trabalho. Buscam assentos no conselho de administração, por vezes em assembleias de acionistas quase cinematográficas, e depois de um tempo, se o plano der certo, eles venderão suas participações com lucro.

Alguns investidores são mais difíceis de definir, e alguns estão em constante mutação, assemelhando-se a resposta que o lutador de MMA Vitor Belfort deu uma vez quando perguntado como - sendo um lutador de *jiu-jitsu* - ele tinha conseguido nocautear um oponente com incríveis habilidades de boxe: “Você pode escrever que eu sou um lutador de *jiu-jitsu*. Em meu coração eu sou um lutador de *jiu-jitsu*. Mas a verdade é que sou um lutador completo e vou agarrar qualquer oportunidade disponível que eu puder”.

A FCL Capital tem evoluído ao longo do tempo em sua visão de mercado e como essa visão se aplica em nossa estratégia de value investing. Lentamente, nossas posições ficaram maiores com o crescimento natural do nosso fundo, e começamos a desenvolver algumas visões e posições levemente *ativistas*, embora preferirmos trabalhar em colaboração e dando sugestões às empresas e não entrando em conflito com elas.

Além disso, temos sido cada vez mais atraídos por uma pouco conhecida filosofia de investimentos chamada “*carry investing*”. Trata-se de um conceito muito interessante e, em muitos aspectos, é o último grau e a mais radical forma de investimento em valor.

Pense na seguinte situação: se você tivesse que comprar uma ação na Bovespa e pudesse escolher qualquer empresa, qual você escolheria? E se houvesse uma grande limitação: você nunca mais será capaz de vender essa ação? Você saberia de antemão que está “casando” com este papel. E então, continuaria sendo o mesmo papel ou você mudaria de ideia? Continue

pensando.

Quando nunca mais há a opção de liquidez não existe outra opção, dentro desta visão radical, além de simplesmente escolher a empresa onde se acredita que as próximas décadas trarão as melhores perspectivas. Tudo o mais se torna secundário. De certa forma, *carry investing* (o nome vem de carregar, manter) é uma volta à filosofia original do investimento em ações, que está há séculos perdida, que é ser sócio minoritário de uma empresa comprando uma pequena fatia desta empresa, sem perspectivas de vender esta participação.

A beleza do *carry investing* é que quando se adota esta visão, ainda que por alguns momentos da compra de um papel, é possível se evitar muitas das besteiras feitas por alguns investidores, como comprar uma ação com a esperança de que “vai subir em breve”.

Não se age tanto com base em opiniões alheias, principalmente opiniões sobre dinâmicas de curto prazo. Você sabe de antemão que está comprando algo para sua vida. Você está entrando para uma sociedade. É assim que o mundo real funciona.

Quando se olha neste prisma, algumas vezes nossa própria visão sobre o mercado e nossos papéis favoritos muda. Varias ações e posições de muitos investidores repentinamente passam a parecer tolas. O fato de o mercado acionário possuir alta liquidez, algo bom, confunde muito as pessoas. A liquidez pode ser, de forma muito contraditória, um presídio, de onde muitos investidores nunca conseguem se libertar.

Seja para tentar se beneficiar dos já mencionados “ganhos que virão em breve” ou às vezes, simplesmente para suprir uma necessidade psicológica de “trabalho sendo feito”, alguns investidores cometem o erro de *trocar ações demais*.

Quando se compra um papel que foi estudado a fundo, notícias boas ou ruins no jornal dificilmente alteram o racional por trás do investimento. Muitas tribos já tentaram enriquecer através das volatilidades de curto prazo, e todas elas descobriram as dificuldades nesse plano, sobretudo quando são fatorados os gastos com corretagem necessários para o grande volume de *trading* utilizado nas estratégias curto-prazistas.

Então testamos duramente nossa carteira com esse *framework* em vista. Warren Buffet mesmo disse: “*nem sequer pense em comprar uma ação para ter por 15 dias se você não a manteria por 15 anos. Isso simplesmente não faz qualquer sentido*”. Mas aí vem a parte complicada sobre value investing: é bem mais fácil falar sobre o assunto do que aplica-lo eficientemente.

Nós realmente acreditamos ter construído uma carteira que sobrevive ao duro teste proposto pela filosofia do *carry investing*. Acreditamos que Minerva, Braskem e Gerdau são negócios em que nos sentiríamos confortáveis em deixar como herança para nossos filhos.

Possuem situações competitivas diferenciadas, estão em posições estáveis, são geradores de caixa e provavelmente serão destaque do mundo de negócios brasileiro e manterão suas vantagens competitivas internacionais por muitas décadas.

Tudo indica que no futuro suas margens irão melhorar, e que seus setores terão dinâmicas mais favoráveis do que se acredita hoje, já que em momentos de recessão as projeções de longo prazo ficam pessimistas. A cereja do bolo, portanto, estará no longo prazo, e se o dólar continuar subindo, como esta casa acredita que acontecerá, estas empresas estarão na vanguarda por muito tempo ainda.



Performance das nossas investidas vs. Ibovespa em 2013. Fonte: Bloomberg.

Similarmente, pensamos que Heringer foi uma empresa adquirida muito mais barata do que poderíamos esperar para uma posição relevante e estratégica num setor onde o Brasil é diferenciado, e não custa lembrar, a taxa de retorno de qualquer investimento depende da qualidade do negócio e de quão barata ou cara foi adquirida esta participação.

A empresa tem também certa beleza de longo prazo, uma vez que o setor de fertilizantes é parte fundamental da cadeia de agronegócios, um dos únicos setores em que o Brasil é realmente um campeão mundial. Esse conforto ajuda muito quando adotamos o olhar de longo prazo.

Pensamos que Log-In e a BTG Pactual também são casos que carregam muito potencial de longo prazo e que a gestão da Direcional é de tal qualidade que nós realmente nos vemos como parceiros por muitos anos, atravessando altos e baixos. Com certeza o saldo final da empresa será excepcionalmente positivo.

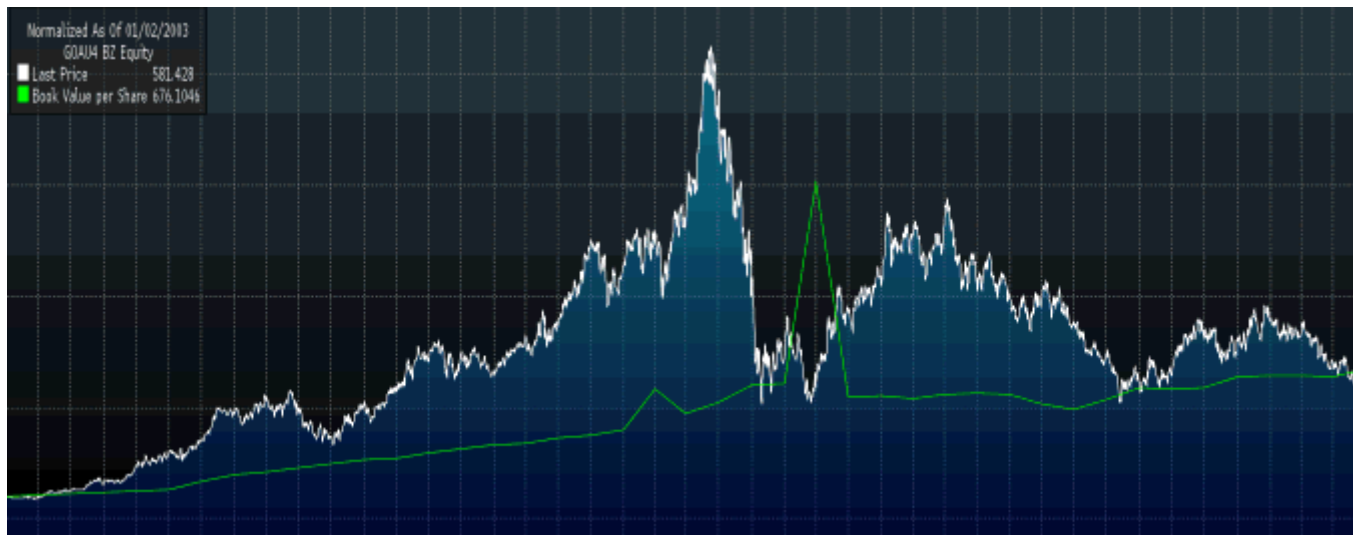
Se olharmos para os investidores de classe mundial, é até interessante notar que o foco central deles muitas vezes não parece ser uma perseguição obsessiva do maior retorno possível, mas pelo contrário, uma procura de bons investimentos onde eles poderão ganhar dinheiro mesmo na terrível hipótese de tudo dar errado.

Uma evidência disso está na caça feita pelos super investidores Jorge Paulo Lemann e Warren Buffett por algumas das marcas mais valiosas do capitalismo, como Goldman Sachs, Heinz, Burger King e assim por diante.

Buffett e Lemann provavelmente estão deixando até algum dinheiro na mesa, deixando de lado algumas oportunidades onde provavelmente poderiam obter retornos um pouco mais altos, em troca do fato de que, ao adquirir as franquias definitivas, os pilares da economia mundial, estão praticamente garantindo que seu patrimônio continuará crescendo por décadas e séculos, se eles vivessem tanto tempo.

Pouco se sabe sobre como será a vida daqui a 100 anos, mas é muito provável que estas marcas únicas continuem a ter posição de destaque. E esta segurança é algo que provavelmente tem um valor inestimável para estes investidores.

Da mesma forma, em uma escala muito menor, estamos satisfeitos em como o nosso portfólio tem se comportado este ano. Sabemos que os nossos investidores tiveram um ano difícil até agora - o nosso fundo ainda está apresentando uma pequena queda em 2013 até a data de lançamento desta carta - mas é importante mencionar que se tratando de performance, estamos confortavelmente na metade superior entre fundos de investimento em ações do Brasil até agora este ano.



Gerda (GOAU4) – Book Value per Share nos últimos 10 anos. Fonte: Bloomberg.

Está sendo difícil para todo mundo já que a combinação de subida de juros nos EUA, protestos no Brasil, e a descrença de investidores internacionais afetaram diretamente o desempenho do nosso mercado acionário, mas vamos lutar para encerrar o ano de 2013 em terreno positivo.

Nós praticamente não alteramos nossas posições nos últimos meses, tanto devido ao fato de que estamos satisfeitos e confortáveis com elas, como pelo fato de que suas ideias e cases ainda não foram em sua grande maioria compreendidos e precificados corretamente pelo mercado. Se algo mudou em relação a nosso portfólio recentemente, é o fato de que nossa margem de segurança (para voltar ao conceito de Graham) tornou-se significativamente maior e mais segura recentemente.

Log-In Logística acaba de lançar uma prévia do segundo trimestre extremamente encorajadora e seus papéis já começam a se desgarrar do índice nos primeiros dias de julho. As nossas outras investidas estão a ponto de divulgar seus resultados referentes ao segundo trimestre nos dias e semanas posteriores ao lançamento desta carta. Aguardaremos e estudaremos cada um deles com afinco.

Investir em bons negócios é uma filosofia cujos retornos podem demorar e costumam aparecer em momentos pouco previsíveis. Por outro lado, a grande beleza deste tipo de investimento é o fato de que os negócios que possuímos em carteira veem seus respectivos valores intrínsecos subindo com o tempo, ainda que o preço dos papéis tenha comportamento mais errático e possa se afastar eventualmente deste valor intrínseco.

Ao mesmo tempo, um mal negócio (e as vezes não seu preço) faz o valor intrínseco cair. O fato é que as coisas continuam assim até que um dia valor e preço convergem.

No geral, achamos estar bem posicionados para uma possível recuperação do mercado neste segundo semestre. Como em todas as recuperações, alguns dias chave determinarão o sucesso dos investidores em colher os ganhos e decidirão quais fundos terminarão o ano em território positivo.

Performance

Composição FCL Equities	
Long	102,06%
Short	(4,91%)
Cash	(2,85%)
Net Long	94,30%

A performance do fundo FCL Equities no mês de julho de 2013 foi de +2,21%, comparando-se favoravelmente a um desempenho de +1,63% do Ibovespa e de +0,70% do CDI.

No ano, nossa performance ainda se encontra levemente negativa, em -3,44%, novamente em vantagem sobre o Ibovespa, que exhibe desempenho de -20,86%, mas perdendo para o CDI, que se encontra com valorização de +4,15%.

Desde a inauguração do clube de investimentos FCL Capital, em 3 de abril de 2007, e agregando sua performance à do FCL Equities constituído em 22 de novembro de 2012, nossa performance exhibe desempenho acumulado de +184,05% - um retorno anualizado de +17,86% - que se compara favoravelmente contra desempenhos de +4,20% do Ibovespa e de +85,15% do CDI nesse mesmo período.

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.

Relacionamento com Investidores

Felipe Marcondes

felipe.marcondes@fclcapital.com

info@fclcapital.com

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

www.fclcapital.com

Auditoria



Custódia



Regulamentação



Administração e Distribuição



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)