

# FCL*Capital*

Fevereiro | 2015

## Será que zeramos a questão dos investimentos em ações no Brasil?

Na teoria, deveríamos comprar ações quando estão baratas e vendê-las quando estão caras, ignorando os ruídos do mercado. Talvez esse seja o motivo pelo qual o investidor mais bem sucedido de todos os tempos viva em Omaha, longe de Wall Street.

Consequentemente, isso significa que de forma geral ações negligenciadas tendem a ser mais baratas e oferecerem retornos melhores. Existe conforto em remar com a maré, mas esse é geralmente o caminho menos lucrativo.

Uma anomalia tem nos incomodado como investidores de valor: parece que estamos vivendo numa época, pelo menos quando se trata de investimento em ações no Brasil, onde o consenso foi alcançado.

Nos videogames, um jogo é considerado “zerado” quando se chega ao fim e não existe mais nada para se descobrir nele. Em investimentos, todo investidor sabe que o consenso é algo muito perigoso e que tradicionalmente traz crises<sup>1</sup>.

Nos dedicamos essa carta mensal à uma questão: será que o jogo de investimentos no Brasil foi zerado?

Nosso primeiro exercício<sup>2</sup> foi compilar uma tabela com as atuais maiores posições (de acordo com os documentos mais recentes da CVM) de 10 das maiores e mais respeitadas gestoras de recursos do Brasil, tanto do Rio quanto São Paulo. Em outras palavras, nossos concorrentes.

---

<sup>1</sup> Como em “todos sabem que o mercado imobiliário não pode cair em termos nominais” e por aí vai.

<sup>2</sup> Excluindo caixa, que frequentemente estava entre as 5 maiores posições (outro consenso) e somamos diferentes classes de ação de uma mesma empresa apenas uma vez.

Concorrente	Suas 5 Maiores Posições
<b>A</b>	Itaúsa, Renner, AB Inbev, Cielo, BMF Bovespa
<b>B</b>	BR Foods, JSL, Restoque, Gerdau, Magnesita
<b>C</b>	Equatorial Energia, Cielo, Gerdau, Ultrapar, Itaúsa
<b>D</b>	Itaúsa, BB Seguridade, Cielo, Equatorial, Cosan
<b>E</b>	Equatorial, Via Varejo, Pão de Açúcar, Bradesco, Ambev
<b>F</b>	Itaú, Suzano Papel e Celulose, Cosan, Kroton, BR Foods
<b>G</b>	AB Inbev, Itaúsa, Qualicorp, Cielo, Kroton
<b>H</b>	BRF, Gerdau, Metalurgica Gerdau, Marisa, Tempo Participações
<b>I</b>	Itaú, Bradesco, Kroton, BB Seguridade, São Martinho
<b>J</b>	Bradesco, Cielo, Equatorial, Itaúsa, Cia Hering

As nossas 5 maiores posições no final do mês de Fevereiro são: Minerva, Braskem, BTG Pactual, Metalurgica Gerdau e Log-In Logística.

Um segundo exercício é relativo ao caixa. De fato, suspeitamos que se incluíssemos caixa e recebíveis de curto prazo entre as posições, elas rivalizariam Equatorial Energia e BRF como a maior posição entre todas as compradas por gestores de recursos brasileiros. Um dos 10 concorrentes compilados tinha exatamente 33% de exposição em caixa, o limite permitido por lei para um fundo de ações brasileiro.

Os métodos de alocação de ativos e as posições de forma geral todas pareceram muito similares de uma casa para outra. Exposição aos mesmos setores (grandes bancos, e uma grande processadora de pagamentos), grande posição em caixa e até uma convicção nos mesmos triggers e ideias, como “queremos empresas capazes de performar bem em um ambiente de baixo crescimento” e “precisamos de algo defensivo e com grande visibilidade.”

Enquanto escrevíamos essa carta, um conselho dado pelo gestor de maior rentabilidade esse ano piscava em nosso Bloomberg Terminal: “A melhor estratégia no momento é ser extremamente conservador

e voltado ao curto prazo” ele dizia. De forma nada surpreendente, suas posições eram aquelas: Itaú, Bradesco, e por aí vai.

Nesta casa, devido ao nosso temperamento, nosso tamanho, possibilidades e framework, tentamos evitar o consenso e somos o mais contrário possível.

Obviamente, ser contrário apenas por ser não é muito inteligente, mas quando conversamos com gestores do Rio ou São Paulo, os dois centros financeiros do nosso país, parece que o consenso foi alcançado. Isso traz oportunidades ou é apenas uma consequência natural da terrível economia na qual estamos vivendo?

Para responder essa pergunta, acreditamos que os investidores poderiam se beneficiar em analisar a performance de longo prazo de uma das empresas “consenso” de seus portfólios: Kroton<sup>3</sup>.

Primeiro precisamos dar crédito para nossos concorrentes. É difícil encontrar uma empresa verdadeiramente previsível e protegida no mercado brasileiro. A Kroton foi de fato uma aposta razoável (apesar de cara demais em nossa opinião) até que o governo inesperadamente decidiu mudar, e depois reverter, e então mudar novamente, as leis do FIES no último mês que regulam o financiamento estudantil no Brasil.

De repente, uma empresa “previsível” que deveria “performar bem e crescer mesmo num ambiente de baixo crescimento econômico” teve sua tese destruída.

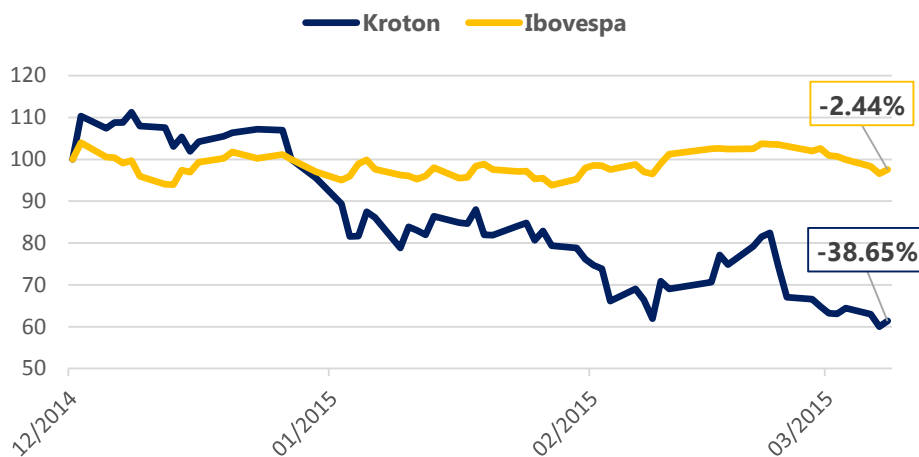
Novamente, não estamos afirmando que poderíamos ter feito muito melhor que nossos concorrentes; também não somos capazes de prever o futuro, especialmente porque, colocado de forma sucinta, investimos em um país que não é exatamente uma Suíça quando se trata de previsibilidade. Evitamos esse caso porque parecia caro para nós, mas não tínhamos nenhum insight superior sobre uma possibilidade de mudança nas leis.

---

<sup>3</sup> Disclaimer: A FCL nunca teve posições compradas ou vendidas nessa empresa.

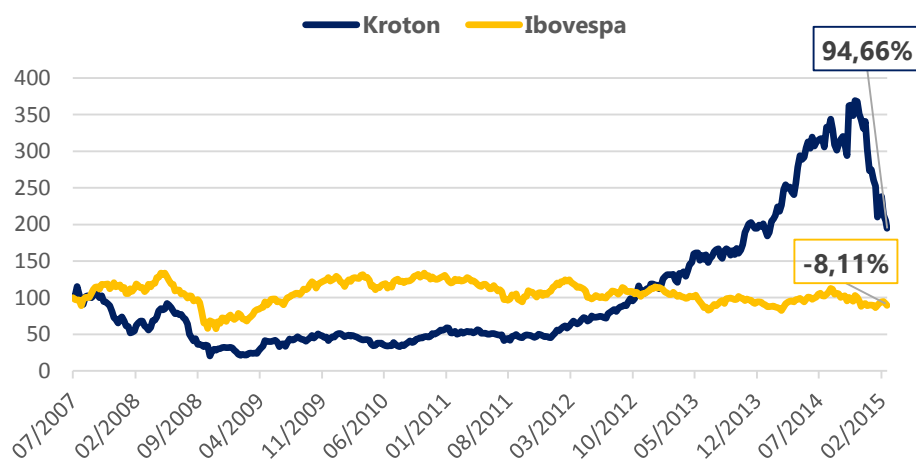
Precisamente porque não possuímos um insight superior, evitamos pagar altos múltiplos por essa ou qualquer empresa, salvo raríssimas exceções.

## Kroton vs Ibovespa, Ano de 2015



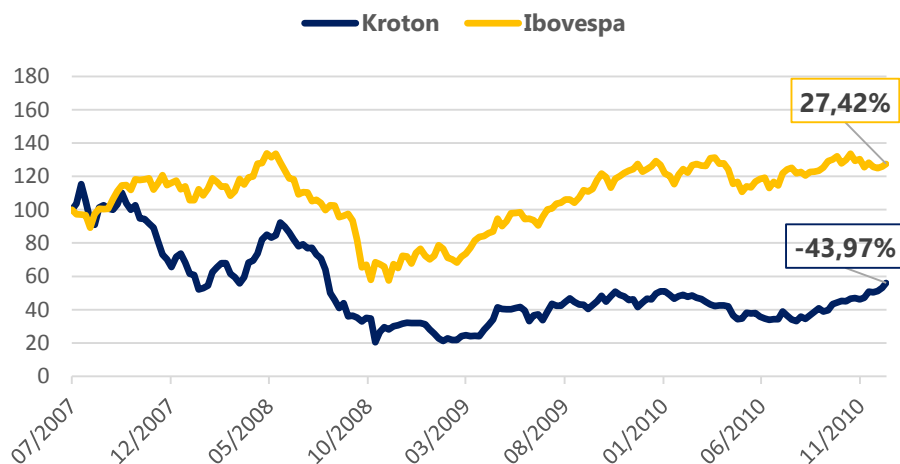
De volta ao preço histórico de Kroton desde seu IPO, pode ser ganhar ainda mais um insight:

## Kroton vs Ibovespa, Desde o IPO



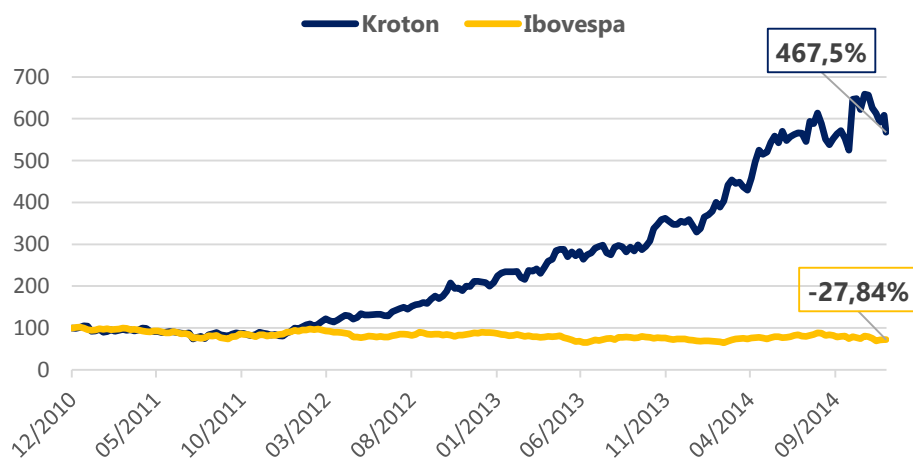
Parece um papel que teve excelente desempenho, mas observaremos mais a fundo:

## Kroton vs Ibovespa, IPO até o final de 2010



Kroton teve um dos piores desempenhos entre 2007 e 2010, seu papel caindo 44% contra um aumento de 27% do índice Ibovespa, e surgiram grandes questionamentos acerca da gestão da empresa, seu modelo de negócios, e até mesmo sua lucratividade no longo prazo e a viabilidade do setor.

## Kroton vs Ibovespa, 2011 - 2014



Então, começando em 2011, a mesa virou completamente; suas ações subiram 467% contra uma queda de 28% do índice, e Kroton era agora uma peça central na defesa contra um governo hostil, um reduto de segurança no meio do ambiente de baixo crescimento brasileiro.

Tudo estava indo muito bem até o mês passado, quando o governo, talvez irritado por alguém estar ganhando tanto dinheiro, ou por estar gastando demais com o programa de financiamento, mudou as regras do jogo novamente. A terceira mudança de ciclo em oito anos.

Para alguns investidores de curto prazo, isso é a evidência que existe um tempo para estar dentro ou fora de empresas específicas e do mercado como um todo. Não acreditamos nisso de forma alguma. Ninguém é capaz de prever o futuro com tanta precisão para saber quando os ciclos irão virar.

Nossa fórmula vem de uma perspectiva diferente. Tentamos entender se uma empresa é boa ou não no longo prazo, analisando os eventos futuros (de acordo com o conhecimento limitado disponível) e finalmente, e mais importantemente, por podermos estar sempre errados, tentamos nunca pagar caro demais por nada.

Sem dúvida, existem vantagens e desvantagens com nosso método. Como compramos apenas boas companhias por preços baixos, acreditamos que temos um desempenho melhor no longo prazo.

Por outro lado, como não procuramos encontrar pontos específicos de entrada<sup>4</sup> e a maior parte do tempo estamos contra o consenso, por longos períodos, nós podemos e iremos ter uma performance pior que o mercado.

Ninguém se machuca demais fazendo exatamente o que todos estão fazendo. Ruim mesmo seria estar errado E estar errado

---

<sup>4</sup> Quando perguntados sobre qual o maior erro que investidores cometem, nossa resposta tradicionalmente é a tentativa de encontrar um ponto de entrada perfeita.

sozinho<sup>5</sup>, o que nossos investidores precisam saber, acontecerá conosco. Por outro lado, no caminho que escolhemos, encontraremos também alguns “multibaggers”, investimentos que valerão múltiplas vezes o valor investido - algo difícil de acontecer no caminho mais consensual da maioria dos gestores.

Qual o melhor sistema? Acreditamos não existir uma resposta para isso. Depende das habilidades específicas e das virtudes individuais de um time de gestão, e mais importantemente, da mentalidade específica e do alinhamento de seus investidores e parceiros.

Como alguns veteranos de Wall Street já mostraram, não é o seu método que conta, o que conta é que quando você faz o que estiver fazendo, você tenha uma vantagem competitiva sobre sua competição.

---

<sup>5</sup> Como colocado brilhantemente por um de nossos primeiros investidores.



## 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).

### Relacionamento com Investidores

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](http://www.fclcapital.com)

### Auditoria



### Custódia



### Regulamentação



### Administração



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))