

# FCL*Capital*

Julho | 2015

## *O problema com ganhos assimétricos*

É muito difícil bater o mercado consistentemente. É necessário ir contra o consenso, e ao mesmo tempo ser detentor da opinião correta. E não apenas isso - mesmo que você esteja certo e o consenso errado, existe um problema adicional, que será o tema desta carta, que trata sobre a incerteza do timing com ganhos assimétricos.

Existem muitas formas de tentar bater o mercado. Na sua forma clássica, o value investing consiste em selecionar negócios com fluxo de caixa positivo e previsível, negociadas no mercado com desconto em relação a seu valor intrínseco. Esse é o antigo método criado por Benjamim Graham na primeira metade do século XX, aprimorada ao longo do tempo por muitos discípulos, sendo Warren Buffet o mais famoso entre eles.

Nessa casa, nós seguimos a tradição de Benjamim Graham, mas com o tempo, gradualmente adicionamos nossas próprias características na velha fórmula, especializando-se num value investing com maior apetite por oportunidades assimétricas com grande ganho potencial.

Essa não é apenas uma distinção acadêmica. Apesar de ambas as estratégias serem similares em muitos aspectos, o contraste está no timing do ganho e seu potencial retorno.

|                     | Value Investing Tradicional | Oportunidades Assimétricas |
|---------------------|-----------------------------|----------------------------|
| Desempenho Esperado | Positivo, lento e constante | Neutro-positivo            |
| Ganhos Potenciais   | Razoáveis                   | Excelentes                 |

Antes de continuarmos, existem algumas observações: Nós acreditamos firmemente no “lento e constante” quando se trata de investimentos. Muitos de nossos investimentos ao

longo dos anos foram enraizados nesse framework tradicional, e o value investing tradicional continua a ser a nossa principal ferramenta, como evidenciado no nosso investimento em Apple alguns meses atrás. Quando se trata de ações, as evidências provam que “lento e constante” costuma vencer de “errático e inconsistente” no longo prazo.

Ainda assim, acreditamos haver dois motivos pelos quais investidores não deveriam cegamente escolher as empresas mais “seguras” no presente momento. Primeiro, julgamos haver um foco exagerado no mercado brasileiro de ações em comprar “renda fixa camuflada” ao investir em ações. Em outras palavras, a maioria das empresas rotuladas como “previsíveis” e “protegidas” acabam se tornando óbvias dentre as limitadas possibilidades do mercado brasileiro.

A segunda razão está relacionada ao nosso dever fiduciário como gestores de recursos de um fundo de investimentos. As taxas de juros estão muito altas no Brasil, então obviamente o custo de capital é uma preocupação. Isso não significa que não estamos olhando para o longo prazo, mas no médio prazo, julgamos que idealmente as investidas de nosso portfólio tenham um ganho potencial suficientemente grande para justificar o alto custo de capital que investidores tem no país.

Simplesmente não gostamos das posições populares entre a maior parte dos gestores do país nesse momento<sup>1</sup>. E nosso dever e mandato nos diz que devemos buscar oportunidades potencialmente lucrativas, ou, o que também

---

<sup>1</sup> Um episódio interessante ocorreu mais cedo este ano num evento de value investing no Rio. Após uma tese ser apresentada, com upside limitado de acordo com o próprio gestor que a apresentou como uma aposta “segura”, a primeira pergunta do público foi “bom, e porque esse é um investimento mais atrativo que renda fixa?” O gestor ficou sem graça, e com certeza aquilo deu ao público muito o que pensar pelos próximos 20 minutos.

seria uma opção genuína, investir parte do fundo em renda fixa, o que fizemos até certo ponto.

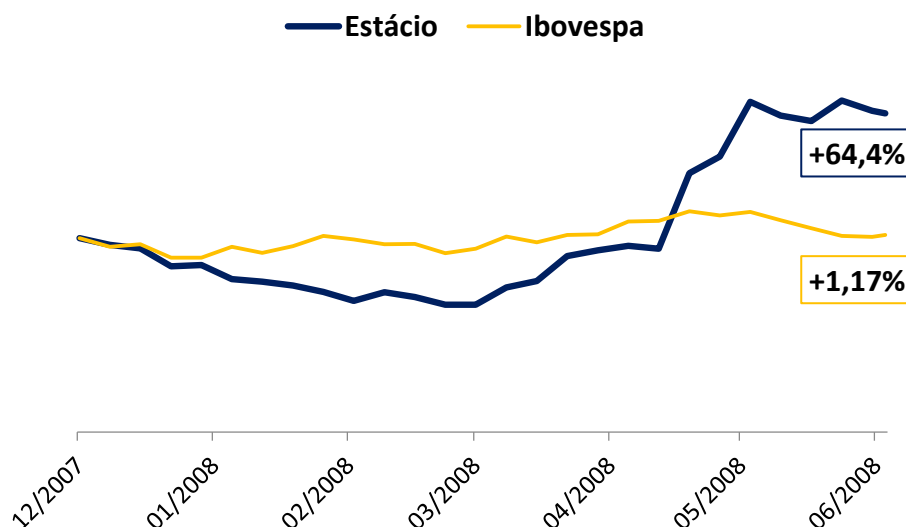
Em tempos ruins de longo bear Market, como o que o mercado emergente vive agora, nossa estratégia terá performance um pouco pior que a de “renda fixa camuflada”. Por outro lado, quando o medo some, o clima melhora, e alguma notícia dispara na bolsa, investir em oportunidades assimétricas vai mais do que compensar o tempo perdido.

Talvez soe como um pedido de paciência para nossos investidores. Os últimos anos foram difíceis para investidores do mercado emergente. Mas continuamos confiantes, e de fato, na data presente em que escrevemos essa carta a FCL Capital teve resultado positivo no último semestre, enquanto o índice Bovespa teve desempenho de aproximadamente -5%.

No passado, porém, já houveram casos onde estávamos com desempenho abaixo da média quando um evento especial deu à uma posição nossa o retorno exponencial que estávamos procurando.

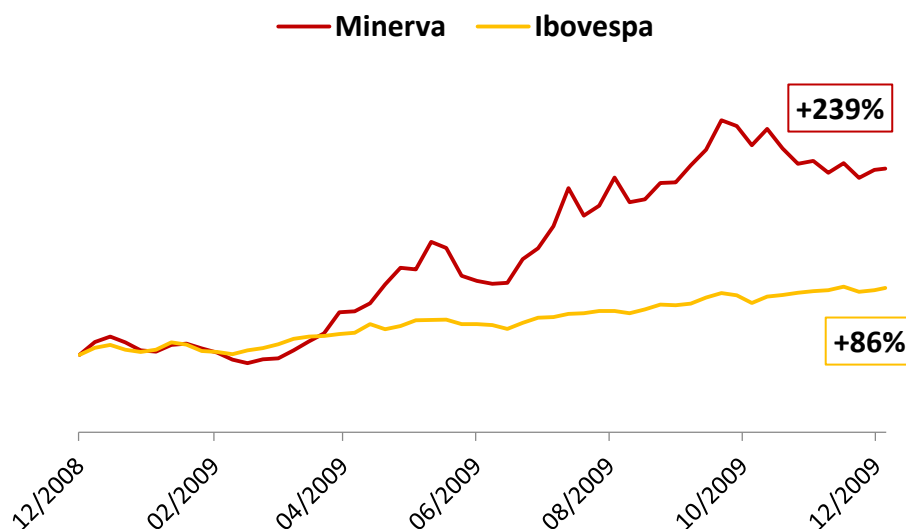
## A) Estácio vs Ibovespa

A Estácio vinha tendo um desempenho fraco em 2007. O consenso era que educação não era um setor lucrativo ou protegido da economia, o sentimento exatamente oposto do consenso tão em voga em 2014.



Com a empresa gerando fluxo de caixa positivo e negociada à preços convidativos, a GP Investimentos, uma das grandes empresas de private equity do país, comprou o controle do grupo, dando indiretamente um excelente retorno a um investimento que antecipávamos segurar por mais alguns anos.

## B) Minerva vs Ibovespa em 2009



A Minerva já era o frigorífico mais bem gerido do mundo em 2009 quando montamos nossa posição. O mercado parecia muito focado em alavancagem em outra métrica assim como com a recente crise financeira internacional e a desvalorização cambial no Brasil que tornou os níveis de dívida da empresa impraticáveis para muitos. Nós, por outro lado, nos focamos na parte operacional do negócio, que logo no ano seguinte teve um retorno exponencial que se tornou um dos investimentos mais lucrativos do nosso fundo até agora.

Não acreditamos que as oportunidades estão mortas no mercado acionário brasileiro, mesmo com o atual custo de capital – mas os investidores terão que mudar sua filosofia e se adaptar à uma nova realidade, e muitos não estarão aptos à isso.

São necessárias mais “Minervas” para que esqueçam de suas “Cielos” e “Souza Cruzes”. Lento e constante é a melhor estratégia a maior parte do tempo, mas para ser contrário e preparado para lidar com o patamar de juros atual, é necessário se concentrar em algumas poucas e fenomenais oportunidades de ganho assimétrico. Estamos certos de que elas existem.

## 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

### Relacionamento com Investidores

[info@fclcapital.com](mailto: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))