

# FCL*Capital*

Novembro | 2015

Em meados dos anos 80, a área de Hollywood na cidade de Los Angeles e seus arredores estava em rápido declínio comparada com as partes mais ricas da Califórnia. De acordo com o Wikipedia e outras fontes bibliográficas, o tecladista de uma banda local irrelevante chamada The Hollywood Roses recebeu uma ligação de um amigo, integrante de outra banda igualmente irrelevante chamada LA Guns. Ele estava a procura de um vocalista. Supostamente, ninguém tinha se dado ao trabalho de fazer um teste para o cargo.

Ninguém apostaria dinheiro que a banda que nasceria dessa ligação faria um sucesso estrondoso. Rock pesado e metal eram estilos que estavam em declínio na época. Os membros eram tão despreocupados com sucesso comercial que o primeiro nome que consideraram para a nova banda foi "AIDS". Vício em drogas e episódios com a polícia foram rampantes antes, durante e depois da formação da banda. Isso sem contar que as músicas eram pesadas, longas demais para as rádios, e ofensivas.

No final, porém, incapazes de achar um bom nome e, possivelmente, desinteressados em gastar tempo demais pensando sobre o assunto, as bandas fundiram seus nomes em um só. E das cinzas do LA Guns e Hollywood Roses, surgiu o Guns N' Roses. No ano seguinte, seu álbum de estréia, "Appetite for Destruction" foi lançado e vendeu 30 milhões de cópias. Até a data presente, é o álbum de estréia mais bem sucedido da história da música, mesmo incluindo bandas como os Beatles e os Rolling Stones.

Na FCL Capital, investimos muito tempo tentando entender as culturas vencedoras. Que combinação específica de circunstâncias, pessoas, lugares dá luz à milagres como a Microsoft, Google, Apple ou Ikea? Pode-se prever as culturas vencedoras instaladas nessas empresas? E mais importante, podemos sonhar em instalar esse tipo de excelência em nossa própria empresa?

Começamos essa carta discutindo as origens do Guns N' Roses, um exemplo notável de cultura de excelência. Após fama e fortuna quase inacreditáveis, os dois membros principais da banda, o vocalista Axl Rose e o guitarrista Slash, entraram numa disputa interminável. Não importando o quanto os fãs do mundo inteiro sonham por uma reunião, os dois não se falam desde 1993. Talvez algo típico numa banda de Rock.

A banda foi formada por um grupo de drogados que não tinham muito futuro. E até hoje Slash é considerado por muitos críticos o melhor guitarrista de todos os tempos. Quando a banda terminou, o Guns N' Roses era absurdamente famoso no mundo inteiro. Axl tinha milhões de dólares e recursos infindáveis para procurar por um substituto à altura.

Ele tinha todos os contatos do mundo. Ele poderia fazer testes, que atrairiam milhares dos melhores guitarristas do mundo, que sonhavam em tocar no Guns N' Roses. Se ele realmente quisesse, poderia até mesmo fazer um Reality Show para documentar todo o processo, estilo Donald Trump.

E ainda assim, se compararmos o guitarrista que a banda tinha antes de qualquer tipo de fama e dinheiro, e comparar com um possível guitarrista substituto, não existiria nenhum tipo de disputa, como qualquer fã pode atestar.

Talvez Slash não tenha sido sempre um dos melhores do mundo – apesar de seu talento inegável – possivelmente, foi a banda que o permitiu se elevar à um nível tão alto.

Talvez isso tenha vindo de como a banda funcionava, não somente do quão bom ele era individualmente. Em outras palavras, talvez houvessem elementos únicos, grandeza interna, alguma inspiração ou cultura vencedora única que o elevou à outro patamar. É algo difícil de explicar, uma vez que a banda funcionava tão bem junta apesar da falta de empenho aparente de seus membros.

O mesmo desafio acontece quando empresas tentam substituir um CEO diferenciado. Parece contraintuitivo que é mais fácil para uma microempresa sem nenhum recurso achar a pessoa certa do que uma com bilhões em receita<sup>1</sup>. Por outro lado, qualquer fã de futebol sabe que existem times que são “os melhores no papel” e que entram em campo e tomam uma surra. Porque?

Talvez estejamos observando isso da forma errada. Quem sabe alguns fundadores como Steve Jobs e Richards Branson eram tão bons exatamente devido às suas empresas e pela cultura que tinham, e não o oposto. Eles criaram, e mais importante, eles e seus times cultivaram grandes culturas vencedoras.

Mesmo se olharmos para a história, apesar do QI e inteligência humana obviamente se espalharem de forma equivalente por todo mundo, tradicionalmente existiram lugares onde resultados únicos foram alcançados. Desde os gregos, vivendo em construções de pedra 2000 anos atrás, que escreveram tantas coisas significantes e atemporais. Até os romanos, portugueses, os britânicos, americanos, e quem sabe no próximo século, os chineses.

---

<sup>1</sup> Como a Apple aprendeu após famosamente demitir o Steve Jobs em 1985.

A busca por culturas vencedoras é essencial para uma empresa de investimentos como essa casa que procura por empresas incríveis com bem protegidas para superar a concorrência. É obviamente muito difícil saber quando estamos lidando com grandeza, seja um grupo de pessoas, uma empresa, um time, qualquer coisa destinada ao sucesso. De forma geral, julgando as evidências e casos que conseguimos pensar, as culturas vitoriosas tem três principais características:

- 1) **As pessoas não são parte de um projeto - elas são parte de uma missão.**

Lembre-se das palavras que Steve Jobs usou para fugar o executivo da Pepsi John Sculley para a Apple: *“Você quer vender água adoçada por toda sua vida, ou você quer se juntar a mim e mudar o mundo?”*

Ele realmente acreditava nisso, assim como as pessoas no Google, Ikea, e em outras empresas incríveis. Elas estão nisso por coisas maiores que apenas ganhar um bom salário.

- 2) **Elas fazem as coisas da sua forma, não ligando para o que os outros querem ou pensam daquilo.**

E,

- 3) **Elas estão, por genialidade ou sorte, no meio de um conjunto de circunstâncias específicas que permitem alcançar resultados diferenciados.**

Você pode encontrar essa terceira característica numa de nossas maiores posições, Minerva. É um fato bem conhecido que a produção de gado segue algumas regras básicas. Você precisa de escala e muitos recursos e terras. É fundamental acesso a água barata. Boas condições climáticas ajudam.

Portanto, olhando pelo lado da oferta, é praticamente impossível que a América do Sul não ganhe mercado nesse ramo comparado ao resto do mundo. De fato, mais do que isso, a oferta combinada do resto do mundo não vai nem mesmo aumentar: toda demanda marginal vai ser ofertada pela América do Sul.

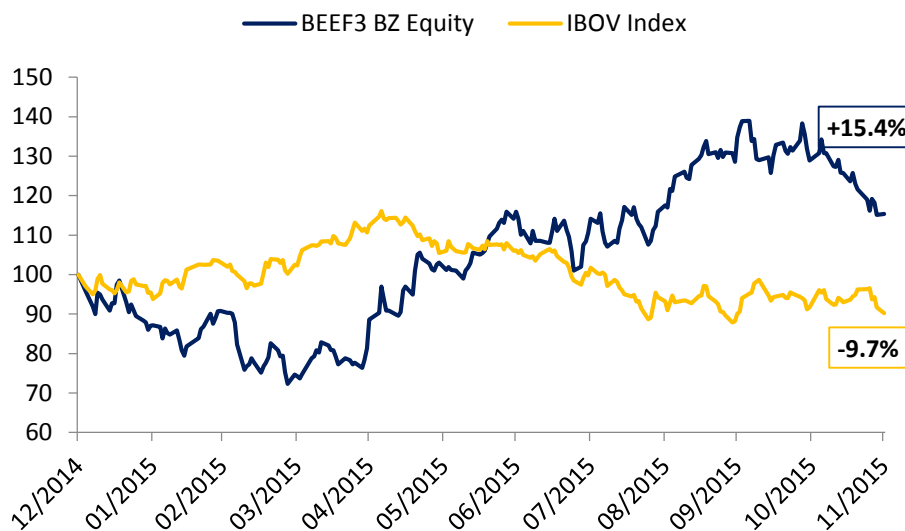
Essas já formam um grupo de características bem específicas. Um dado pouco conhecido é que 80% do gado brasileiro é usado em consumo doméstico, abatido dentro do próprio país. Ocorre que os três grandes – Minerva, JBS e Marfrig – estão em um mercado diferente. O restante 20% da produção é um caso bem diferente. Pegando emprestado as palavras de um criador de gado que conhecemos, é um “clube fechado”, com os três grandes tendo uma participação desproporcional.

As implicações disso são fascinantes. O Brasil está em uma profunda recessão, provavelmente à caminho de uma depressão. Ainda assim, as exportações de gado irão crescer nos próximos anos. Já que 80% da demanda é doméstica, o preço do gado que é comprado pelas “três grandes” responderá a demanda doméstica deprimida, e não as exportações crescentes que são uma pequena parte do mercado total.

Dessa forma, os membros do “clube fechado” terão ganhos desproporcionais e os dólares que ganharão lá fora irão gerar um lucro diferenciado que ninguém fora do clube será capaz de obter.<sup>2</sup>

Em outras palavras, os “três grandes”, e em particular a Minerva, irão pagar um preço pequeno pelo gado já que a economia estará em recessão – e gado corresponde por 80% dos gastos da Minerva – graças à uma moeda doméstica depreciada, que junto com a exportação crescente fará com que as margens da empresa disparem para cima.

### Minerva vs. IBOVESPA, Ano corrente

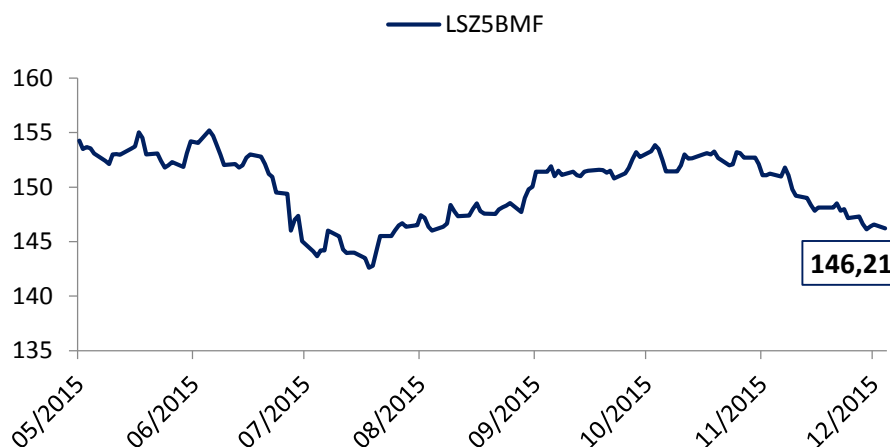


Isso, acreditamos, é o que Warren Buffet chamaria de “proteção inerente”. Esse conjunto único de circunstâncias, difícil de replicar.

<sup>2</sup> Em uma reunião recente entre criadoras de gados e abatedouros, um tema recorrente era a falta de interesse das “três grandes” em recompensar criadores de acordo com os ganhos que seriam devidos casos eles exportassem sua produção: [Link](#)

O lugar certo e a hora certa. Um ambiente vencedor. Acreditamos que a Minerva, assim como o Guns N' Roses era em Hollywood nos anos 80, no meio de um ambiente onde resultados diferenciados podem ser alcançados.

## Preço do Boi Gordo, 2015



\*\*\*

Na nossa carta de maio de 2015, falamos sobre nosso investimento em Apple e não escondemos nosso desconforto com o fato que ela era uma das empresas mais conhecidas e analisadas do mundo. Certamente é muito difícil para qualquer investidor encontrar um dado ou descoberta que ninguém saiba ainda sobre uma empresa como a Apple, e é por isso que normalmente costumamos investir em small caps de mercados emergentes, como a Minerva e a Log-In.

Nossa carta propunha diversas razões pelo "desconto Apple", e porque uma empresa tão incrível era negociada à preços que pareciam tão longes do razoável.



Em uma entrevista recente para a CNBC, um investidor que admiramos muito, chamado David Tepper, ele próprio um acionista da Apple, declarou de forma esclarecedora:

*“Eu tenho ações, portanto irei dizer que é uma empresa incrível e tudo mais. É um múltiplo muito baixo. Vocês falavam sobre isso hoje mais cedo. Eu concordo com algumas destas coisas. Ela sempre terá um múltiplo menor porque tem algo – ela ainda é uma empresa de “hardware”, apesar das pessoas pensarem que ela não pode ser substituída, algo poderia vir. Já vimos isso muitas vezes. É um papel barato. Tem muita exposição chinesa para seu crescimento, o que é um pequeno problema. Mas o múltiplo é tão baixo que posso lidar com isso.*

- David Tepper, sobre Apple<sup>3</sup>.

Em outras palavras, Tepper estava justificando os múltiplos baixos de Apple porque em contraste a empresas como Netflix e Oracle, que são por essência empresas de serviço com receitas recorrentes, a Apple é uma empresa de “hardware” (apesar de incrível), então deveria ter múltiplos comparáveis com, digamos, HP ou Lenovo.

<b>Empresa</b>	<b>EV / EBITDA</b>	<b>Price to Free Cash Flow</b>
<b>Apple</b>	<b>6,14</b>	<b>9,65</b>
Empresas de Hardware		
Sony	5,57	9,49
Hewlett Packard	5,90	7,49
LG	5,13	-
Empresas de Serviços		
Netflix	118,04	-
Oracle	8,87	14,30
SAP	13,57	30,03

---

<sup>3</sup> Veja o vídeo: [Link](#)

Recentemente, um research do Goldman Sachs teve grande repercussão no mercado. Era uma “recomendação de compra” para ações da Apple baseada no fato de que a empresa estava se tornando uma empresa de serviços. O Goldman estimava um ARPU (receita média por usuário) da Apple como sendo \$42 mas esse número poderia aumentar até quatro vezes para \$153 antes mesmo do novo programa de upgrades do iPhone que discutimos em cartas passadas.

De fato, essa pesquisa vai de acordo com o que entusiastas da Apple vêm argumentando por anos. Carl Icahn, por exemplo, há muito diz que “o mercado não entende a Apple” e que “não é uma empresa de hardware, mas um ecossistema”.

Um evento famoso na vida de Steve Jobs era sua luta para manter a Apple um sistema fechado. A Apple perdeu a luta dos computadores com a Microsoft porque insistia em controlar totalmente a experiência. Mas com a evolução da computação, talvez isso tenha se tornado novamente possível, e lucrativo. Até que veio o Android, uma plataforma bem mais aberta. Mas a Apple não mudou sua estratégia, insistindo em oferecer uma experiência de pacote fechado, com todas suas vantagens e desvantagens.

Tenha isso em mente quando estiver julgando à qual múltiplo Apple deveria ser negociada. Se pegarmos o EBITDA 12M da Apple e multiplicarmos pela diferença em múltiplos entre os dois grupos de empresas, notamos que essa não é uma discussão trivial. É uma questão fatídicamente de um trilhão de dólares. Será a Apple um ecossistema ou uma boa empresa de “hardware”?

Você poderá responder de forma diferente dependendo do quão única você acha que é a cultura vitoriosa da Apple. Se um investidor acha que é uma disputa pela vantagem tecnológica

então a Apple é uma empresa de hardware e como todas as outras perderá a liderança um dia. Por outro lado, se você pensar em tudo que a Apple criou, sua história, marketing, paixão e autenticidade, de fato ela possivelmente é um ecossistema.

Uma das mais poderosas forças do universo e seus mercados são a reversão à média. Cedo ou tarde o que está em cima cairá e vice versa. As únicas exceções são as empresas com fortes proteções inerentes. Até a reversão à média pode ser combatida se você tem uma cultura única e poderosa.

\*\*\*

A procura por culturas únicas, como a maioria das coisas na vida, é muito mais fácil quando se olha para o passado. Todo mundo adoraria ter investido em Apple quando Steve Jobs estava construindo coisas únicas. Todos deveriam ter apostado que a cultura meritocrata do Garantia mudaria pra sempre o capitalismo no Brasil, e que seus sócios estavam destinados à grandes feitos.

Uma cultura não é fácil de perceber antes do resto, e as vezes mesmo décadas depois. Investir não é uma tarefa fácil, e como já disse Charlie Munger uma vez, *“se você pensa que é fácil, é porque você é burro.”*

Acima de tudo, até mesmo os poucos, como Bill Gates, Michael Jordan ou Slash, criadores de culturas únicas e vitoriosas, certamente já sentiram que, mesmo com seus talentos, provavelmente nunca serão tão incríveis novamente em vida. Jordan se tornou um jogador medíocre de Baseball. A Microsoft é considerada hoje em dia “coisa do passado” em um mundo que muda muito rápido, apesar de ainda possuir negócios lucrativos.

Mas foi a aceitação desta realidade por Slash a que mais me chocou. Após as brigas bem públicas entre ele e Axl Rose e sua subsequente saída da banda, ele lançou alguns álbuns bem-sucedidos, e formou uma outra banda de Rock com os antigos membros do Stone Temple Pilots, chamada Velvet Revolver.

Alguns anos atrás, eu estava em uma livraria em Nova Iorque quando sua autobiografia tinha acabado de ser lançada. E um pouco antes o álbum de estréia do Velvet Revolver tinha alcançado platina, ou seja, havia vendido mais de um milhão de cópias só nos Estados Unidos. Pense sobre isso por um minuto. Pouquíssimas bandas alcançam esse nível de sucesso. Para bandas de Rock pesado, vender milhões de cópias é algo que 99.9% dos músicos pode apenas sonhar. Mas Slash sabia que comparado com o que já havia feito anteriormente, nada seria significativo.

Então eu abri a primeira página do seu livro das prateleiras e li a dedicatória:

*“Obrigado à minha querida família. Para todos os fãs do Guns N’ Roses em todos os lugares, novos e antigos, sem a sua lealdade imortal e paciência sem limites nada disso teria acontecido.”*

Para um músico que tinha acabado de começar uma nova banda e estreiado com um álbum de platina, uma glória que a maioria esmagadora pode apenas sonhar, a primeira página de sua autobiografia, a história de sua vida começava com agradecimentos e a única coisa que ele se importou em agradecer, além de sua própria família, foram os fãs do Guns N’ Roses.

Ele certamente sabia em seu âmago, assim como qualquer um que conhecia Steve Jobs ou trabalhou no Garantia, que existem coisas boas, e coisas incríveis e únicas. Nossa busca como investidores é por esse segundo grupo ainda mais seletivo.

## 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

fcl@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](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))