

FCL*Capital*

Relatório Anual | 2015

I- Performance

FCL Equities - Performance em 2015 (R\$)	
Ano de 2015	+10.07%
Desde a abertura do fundo (22/11/2012)	-14.25%
Desde a abertura do clube (03/04/2007)	+148.12%
Anualizado, desde 22/11/2012	-4.82%
Anualizado, desde 03/04/2007	+10,93%

II- Ambiente Operacional

Todo período da história tem que ser lido em contexto. Podemos utilizar alguns temas simples para explicar o contexto em poucas linhas. Se tivéssemos que explicar em poucas linhas os temas proeminentes de 2015, começaríamos, antes de tudo, com a força que o dólar americano ganhou frente a qualquer outra classe de ativo.

O aumento da divergência monetária, ou seja, o diferencial de yield que os investidores ganham, agora que o FED finalmente elevou as taxas americanas frente às de outros blocos centrais, fez com que os investidores começassem a seguir o dólar em detrimento de outras moedas como o Euro, Yen, e em particular, todos ativos relativos à mercados emergentes – commodities, ações, títulos, moedas – que sofreram muito.

De fato, um exercício útil seria comparar os retornos que os investidores tiveram em dólares, em euros, e em moedas de mercados emergentes, como o real. Sem dúvida, os retornos seriam totalmente dissonantes dependendo da moeda base usada para analisar o retorno do investimento.

No campo doméstico, 2015 vai ser lembrado com o ano que uma grande parte da sociedade brasileira finalmente descobriu quão insustentáveis e irresponsáveis foram as políticas adotadas pela administração do país desde uma década atrás. O ministro Levy veio e se foi sem ganhar o apoio necessário do Partido dos Trabalhadores para que pudesse implantar as medidas necessárias para garantir o equilíbrio fiscal no país.

What Investors got for € 100,000 in 2015

Comparison of different asset classes*

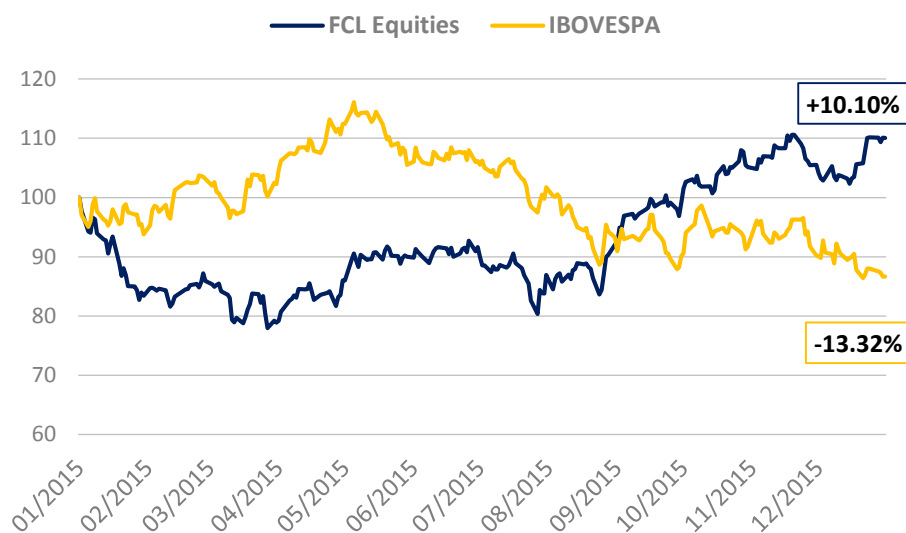
Investment		End-Year Result	€ 100,000
Venezuela shares	IBC	417,200 €	
Jamaica shares	JSE Market Index	202,620 €	
Ireland shares	ISEQ Overall	130,340 €	
German mid-cap shares	MDax	123,240 €	
Greek sovereign bonds		121,030 €	
Japan shares	Nikkei 225	119,220 €	
China shares	Shanghai Composite	116,290 €	
Russia shares	Micex	111,880 €	
U.S. sovereign bonds		111,530 €	
US dollar		111,220 €	
Germany blue-chips	Dax 30	110,600 €	
U.S. shares	S&P 500	110,410 €	
Swiss shares	SMI	109,520 €	
Euro zone shares	Euro Stoxx 50	105,260 €	
Euro corporate bonds	low rating	101,160 €	
German sovereign bonds		100,470 €	
Overnight deposits		100,430 €	
Gold		100,100 €	
Emerging market shares	MSCI Emerging Markets	92,580 €	
Lean hogs		80,630 €	
Coffee		79,560 €	
Greek shares	ASE	74,710 €	
Oil	Brent crude	72,160 €	
Brazil shares	Ibovespa	67,170 €	
Ukraine shares	PFTS Index	47,720 €	

Fonte: Zero Hedge Blog

Acreditamos que a obsessão do país pelo curto prazo é parte do problema. Muito mais importante do que o comportamento fiscal do Brasil em 2016 é implementar reformas necessárias para que a economia se torne competitiva, como reformas no sistema de pensão, reformas trabalhistas, reformas fiscais e muitas outras.

Nesse âmbito, não vemos a vontade necessária dentro do país para atravessarmos as dores de curto prazo, e assim colhermos os ganhos de longo prazo. Um dilema clássico, que pode tornar o Brasil um retardatário por todo século 21.

Nosso fundo teve um ano decente, se não espetacular. Mesmo após um janeiro muito difícil, nos tornamos cada vez mais confiantes na estratégia adotada e aumentamos nossa exposição em ativos estrangeiros, protegendo nossos investidores contra a depreciação do real que havíamos previsto e discutido múltiplas vezes em nossas cartas antigas. Aumentamos a exposição em exportadoras brasileiras e, em resumo, adotamos uma estratégia simples de comprar empresas fortes, com receita em moedas fortes e se possível, alheias ou capazes de resistir à desaceleração da economia brasileira.



A coisa interessante sobre previsões corretas é que mesmo quando você está certo, o timing e a velocidade da correção podem surpreender a qualquer um.

Argumentamos por muito tempo que o valor verdadeiro do real brasileiro deveria ser algo em torno de R\$ 3.40 ou R\$ 3.50 por dólar americano. O interessante é que ainda temos essa convicção, apesar do real ter ido de mais ou menos R\$ 2.50 por dólar até R\$ 4.00 durante esse período. Portanto, fomos de muito pessimistas (contra o consenso) sobre o real brasileiro, para cautelosamente otimistas (mais uma vez muito contra o consenso).

Um motivo de orgulho para nós é que apenas seis papéis do IBOVESPA valorizaram em dólar esse ano. Dos seis, nossa empresa, que tem um fundo muito concentrado com apenas quatro ações brasileiras, detinha duas dentre suas maiores posições: Braskem e Fibria.

Um terceiro papel, Minerva, tem sido nossa maior posição pela maior parte do tempo dos últimos anos, e terminou com resultado de mais de 30% positivo em real e quase participou desta lista. Isso num universo de dezenas de papéis, a grande maioria sofrendo uma queda terrível.

Não achamos que investir em ações seja uma mera questão de sorte. Obviamente, um ambiente econômico saudável ajuda muito. Mas achamos que a frente das adversidades que enfrentamos no último ano, uma apreciação em dois dígitos de 10.10% não é um resultado terrível, apesar de que reconhecemos que esse ainda não é o nível de retorno que nós e nossos investidores esperam para o longo prazo.

A boa notícia é que esse resultado mostra que nossa capacidade de encontrar boas ideias de investimento permanece intacta. Agora que nosso fundo será gradativamente mais capaz de investir no exterior (ver item 4 deste relatório), acreditamos que essa habilidade será fundamental para nosso sucesso futuro.

Para terminar essa sessão num tom mais sóbrio, é fácil argumentar que o terrível cenário econômico vivido pela Brasil (sobretudo num momento onde podíamos investir apenas em ações brasileiras) foi a razão pela performance abaixo do desejado desde que nosso clube se tornou um fundo, três anos atrás. Essa é certamente uma parte da explicação. Mas uma razão talvez ainda mais importante seja o declínio da quantidade de empresas e ativos de qualidade no Brasil.

O próprio número de empresas listadas caiu significativamente nos últimos cinco anos. Alguns decidiram sair da bolsa, alguns foram comprados, outros faliram, e todos sofreram muito com a crise econômica vivida pelo país¹.

Isso explica porque essa casa é tão focada em não enfrentar esses mesmos problemas no futuro. Queremos investir num “mundo sem fronteiras”, onde podemos selecionar empresas apenas pelos seus prospectos, aproveitando oportunidades quando as identificamos, e não apenas pela coincidência geográfica de elas estarem listadas na Bovespa. Essa é a razão pela qual decidamos a última parte deste relatório para falar sobre o passado, presente e futuro do nosso veículo de investimentos.

Melhores performances em 2015 (US\$)	Piores performances em 2015 (US\$)
Fibria Celulose: +14,98%	Contax Participações: -97,71%
Suzano Papel e Celulose: +13,80%	Brazil Pharma: -97,44%
Klabin: +9,83%	PDG Realty: -97,20%
Braskem: +5,56%	Metalurgica Gerdau: -90,00%
Raia Drogasil: -4,81%	Via Varejo: -89,17%
Observações Totais: 291 – Positivas: 11 – Negativas: 280	

¹ Uma rápida comparação na quantidade de IPOs abertos nos últimos 10 anos no Brasil apoiaria essa tese.

Em uma nota final, já que pretendemos mudar nosso estatuto em 2016, é seguro dizer que um capítulo de nosso fundo se encerra. A boa notícia é que acreditamos que nossa habilidade de identificar oportunidades irá se expandir em muito com essa nova diversificação, enquanto a má notícia é que não haverá mais nenhuma desculpa para uma performance abaixo da média uma vez que não enfrentaremos problemas específicos de país (uma desculpa que não é totalmente válida de qualquer forma), e qualquer performance negativa será devido a inabilidade de selecionar boas oportunidades econômicas.

III- Diário de Gestão – Portfólio & Atribuição da Performance

Embora possa ser útil pensar em termos de anos, a verdade é que a carteira da FCL tende a evoluir constantemente ao longo do tempo, seguindo alguns temas específicos que têm maturação de longo prazo e que esta casa acredita que serão essenciais.

Um dos temas que ditaram a evolução constante do nosso portfólio em 2015 foi o nosso desejo de aumentar progressivamente a nossa exposição em moeda americana frente ao real.

No entanto, com a recente desvalorização da moeda brasileira, combinada com a falta de qualidade vista na maioria das empresas do país, como discutido na sessão anterior, agora estamos mais confortáveis em manter algum caixa em moeda brasileira, apesar de não desistir de nosso plano de longo prazo de aumentar a exposição em empresas estrangeiras.

Nossos investidores devem, portanto, estar cientes de que, no longo prazo, essas duas posições-chaves - caixa em moeda brasileira (que talvez seja a forma mais barata e mais segura de

apostar na valorização da moeda brasileira no médio prazo, sem incorrer em riscos desnecessários de exposição à contratos de derivativos) e empresas estrangeiras (que nos trazem diversificação e diminuem nossa exposição à economia brasileira) -devem aumentar progressivamente.

Além disso, nossa carteira deve atravessar um ano onde estará um pouco menos concentrada do que o habitual, possivelmente com várias posições menores em empresas norte-americanas, europeias e asiáticas, enquanto cautelosamente diminuimos a exposição nos nossos principais investimentos brasileiros, que continuarão a constituir o núcleo de nossas participações no médio prazo.

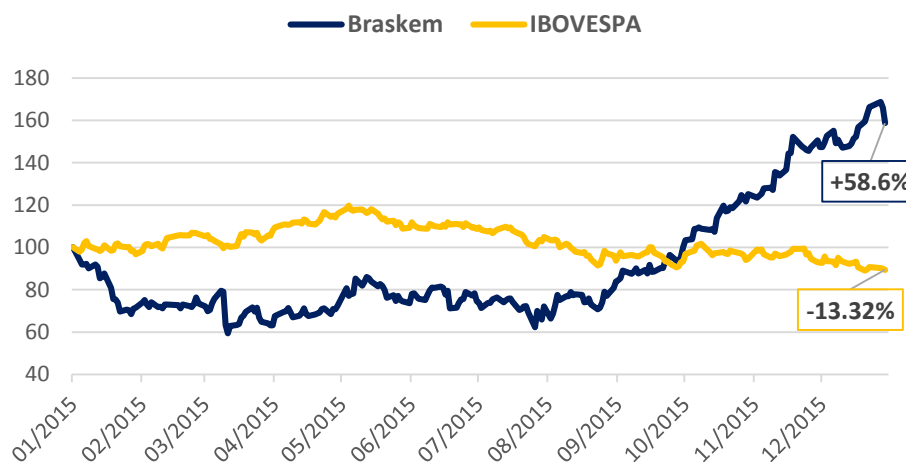
FCL Equities – Maiores Posições em 2015	
Minerva	27.61%
Braskem	27.42%
Fibria	14.96%
Apple	7.83%
Regus	3.39%
Caixa & Renda Fixa	12.94%

Braskem

Nosso principal vencedor no ano foi a Braskem. Depois de um terrível início de ano, aumentamos a nossa posição acreditando na capacidade da empresa de gerar receita em moeda forte e resistir a qualquer impacto provindo da turbulência política, dos problemas com a economia do país, do fato de seu presidente do conselho de administração ter sido preso e, finalmente, da ideia de que uma moeda mais fraca ajudaria a produção industrial brasileira permanecer viva, e talvez até prosperar.

Depois que a poeira baixou, a empresa começou uma recuperação que fez suas ações terminarem o ano com uma valorização de 57,82 % em reais.

Braskem vs IBOVESPA, Performance in 2015



Minerva

A Minerva, que encerrou o ano como a posição principal do nosso fundo (embora por uma margem muito pequena) e que tem sido talvez a nossa tese mais importante nos últimos anos, também teve um grande ano. Ao longo de 2015 foi muito gratificante ver que passo a passo, se provou acertada nossa tese de que a América do Sul iria gradualmente dominar o comércio internacional de carnes, um mercado onde os consumidores asiáticos vão ser de grande importância.

Atualmente existem dois sub-mercados diferentes: um em desenvolvimento, composto pelos países árabes como consumidores e das americanas como fornecedores, e um já desenvolvido, composto pelos EUA e pelas partes desenvolvidas da

Ásia como consumidores, e EUA e Austrália como fornecedores, que irão gradualmente tornar-se apenas um mercado, como atestado pelos exportadores brasileiros com a recente queda das restrições de compra da China, Arábia Saudita, EUA e Coreia do Sul.

E o mais importante, nós acreditamos que os produtores da América do Sul, por causa de suas vantagens competitivas, exaustivamente comentadas em nossas cartas no passado, irão dominar este mercado nascente, que é um dos ativos mais estratégicos nas próximas décadas.

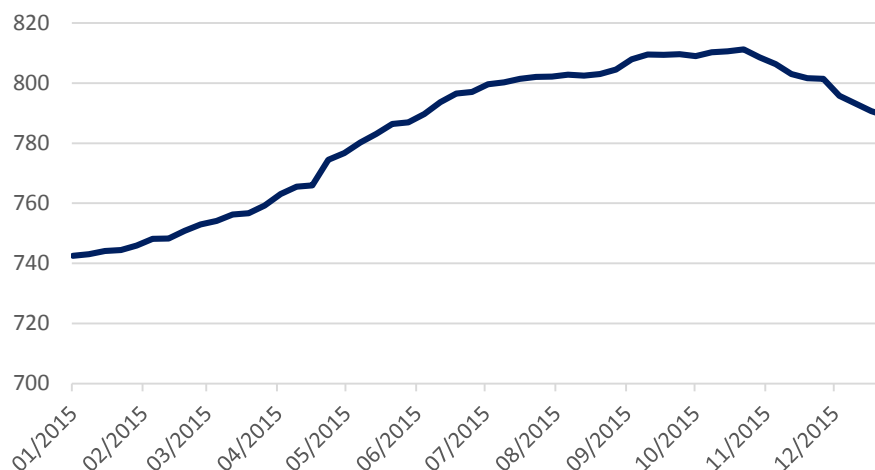
Fibria

Outra similar e secular tendência que acreditamos é a importância do mercado de celulose e da captura de produtores brasileiros em geral e, em particular, da Fibria, desse mercado. É uma tese semelhante à Minerva no sentido de que temos um mercado que está atualmente subestimado pela comunidade internacional, e onde a demanda futura asiática irá ditar como será o futuro.

Um charme adicional é que a Fibria é uma empresa muito simples para se fazer valuation. Os seus lucros dependem basicamente de dois componentes: o nível do dólar americano frente ao real (uma vez que todas as suas receitas são em moeda americana e quase todos os seus custos em reais) e o nível de preços de celulose de fibra curta.

Muitas pessoas pensam que celulose e papel terão um futuro ruim por causa da transição progressiva para um escritório e uma vida sem papel. Embora este seja certamente um vento contrário para a empresa, é uma tendência menos importante do que as pessoas pensam.

Preço da Celulose em 2015



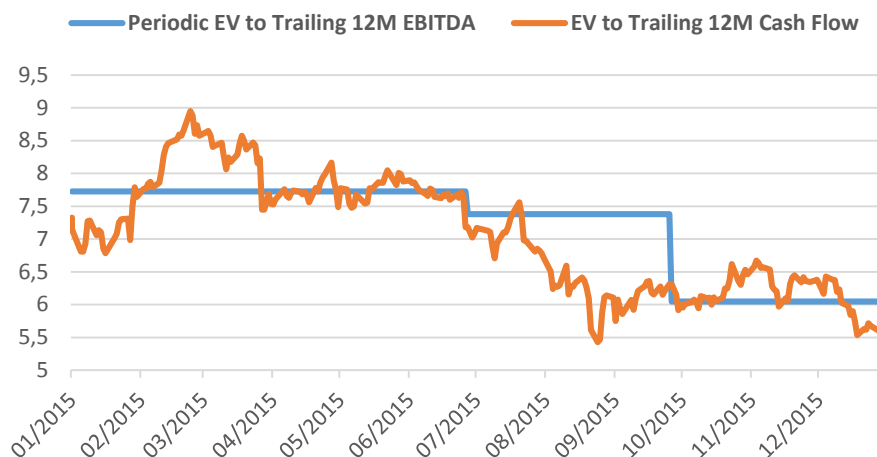
Hoje em dia, 70% de sua demanda está ligada a papel higiênico, onde o nível de consumo dos consumidores chineses e indianos deve crescer exponencialmente no futuro, conforme sua renda gradualmente converge à níveis ocidentais.

E uma vez que o lado da demanda anda bem, o lado da oferta também dará suporte para que os preços da celulose subam. O mercado tem mantido seu equilíbrio apertado entre expansão de capacidade em países de baixo custo, e diminuição da capacidade em países de alto custo, trazendo maior valor de mercado para os produtores brasileiros no processo.

Apple

Embora a Apple seja uma empresa obviamente estrangeira, vamos discutir ela em separado de outras empresas neste grupo devido a sua importância no nosso portfólio.

Apple, Evolução dos Múltiplos em 2015



Partindo de zero, no início do ano, a Apple encerrou o ano correspondendo a 7.83% de nosso fundo, tornando esta posição o nosso quarto maior investimento.

Foi um grande ano operacionalmente para a empresa, que registrou lucros e fluxo de caixa recordes, e um ano modesto financeiramente - suas ações encerraram o ano ligeiramente negativas em dólares norte-americanos. Por que a discrepância?

Basicamente, o mercado teme que o sucesso surpreendente que a Apple teve com o seu iPhone, responsável por 66% das vendas da empresa hoje em dia, não consiga se repetir no futuro. Portanto, um múltiplo barato está em ordem. Ao mesmo tempo, uma vez que as receitas se encontram em desaceleração, há sempre algum atrito na transição de uma base de investidores perseguindo o crescimento a uma base de investidores de valor como esta casa.

Não concordamos com a perspectiva do mercado. Acreditamos que a cultura única e a marca da empresa irão garantir uma transição para um modelo de serviços com maiores receitas recorrentes, lançamentos de novos produtos de sucesso e um lugar seguro na vanguarda da fronteira de tecnologia de consumo.²

Posições encerradas: Direcional, Heringer, Portobello, Mills, Metalurgica Gerdau

A principal razão pela qual 2015 foi apenas um ano razoável e não um ano incrível foi o fato de a nossa performance ter sofrido com posições em empresas brasileiras demasiadamente dependentes do ciclo econômico brasileiro ou de programas do governo federal. O racional é que já que o governo tem uma presença enorme na economia local, é melhor ser um aliado do que ter o governo como um inimigo. O problema é que uma vez que este mesmo governo agora tem que desacelerar tanto seus programas, alguns modelos de negócios, particularmente no caso de Direcional Engenharia, já não são mais viáveis.

FCL Equities – Perdedores de 2015	
Metalurgica Gerdau	-85.31%
Fertilizantes Heringer	-74.39%
Mills	-72.15%
Portobello	-57.09%
Direcional Engenharia	-56.72%

De acordo com nossos cálculos, esta série de participações combinadas diminuíram o nosso desempenho em cerca de 10

² Leia nossa [carta de novembro de 2015](#) sobre culturas vencedoras para maior aprimoramento em Apple.

pontos percentuais. Além da Direcional, Heringer era uma empresa em um setor promissor, embora ainda atolada por questões de governança corporativa, onde nós sentíamos que qualquer upside possível não seria repassado aos acionistas minoritários, como uma recente operação de venda em bloco do acionista controlador, que mudou de mãos várias vezes e impactou o preço de mercado dos papéis. No final, jogamos a toalha e encerramos a nossa posição depois de anos esperando por uma mudança na estrutura e governança da empresa.

Portobello e Mills, duas posições de médio porte, em que ao contrário da Heringer, gostamos dos negócios e da gestão das empresas, mas julgamos apenas que, considerando as avaliações atuais, nós simplesmente não enxergamos um desconto suficiente para justificar o alto risco que estaríamos sujeitos em setores sensíveis como o de materiais de construção, no atual contexto econômico brasileiro. Além disso, tínhamos dúvidas, que se provaram reais, sobre as habilidades das empresas de repassarem os custos mais altos de insumos em dólares e resistirem a uma desaceleração grave no setor imobiliário no país.

Gerdau

A Gerdau foi provavelmente nosso erro mais caro no ano passado. Em nosso relatório anual de 2014, afirmamos:

"Comprar ações da Gerdau é uma ótima maneira de se proteger contra a desvalorização do Real. Na verdade, um dos principais problemas que a empresa enfrenta, a concorrência com as importações de aço turcos e chineses, está diminuindo, precisamente devido ao nível mais baixo da taxa de câmbio brasileira, para não mencionar um possível aumento das exportações do Brasil e do nível mais alto (quando traduzido de reais) de lucros nas operações norte-americanas."

Esta estratégia provou ser o nosso pior erro de 2015. Entre um call macro correto (a desvalorização prevista da moeda brasileira)³ e call um micro incorreto (um setor problemático que achamos que iria resolver seus problemas de excesso de capacidade que têm demonstrado ser pior do que previsto), como sempre o micro ditou o destino da tese, e Gerdau teve um ano desastroso, terminando o ano com uma queda em dólares americanos e em reais brasileiros. Se tivéssemos excluído Gerdau de nosso portfólio, em vez de a valorização de 10,10% que já relatado, o nosso desempenho seria de 17,71%. Mas, como sempre, o futuro é muito mais simples quando observado em retrospectiva.

Ao longo do ano, reavaliamos nossa tese para a empresa, concluindo que os problemas estruturais no setor de siderurgia eram piores e mais duradouros do que pensávamos e, combinado com o fato de que estávamos cada vez mais descontentes com a governança corporativa da empresa, encerramos a nossa posição.

Log-in logística

A Log-In tem um lugar muito especial no nosso portfólio. A empresa certamente teve um ano desastroso, com suas ações terminando o ano abaixo em -64,42% e, uma vez que no momento em que escrevemos este texto a empresa só tem R\$ 28 milhões em caixa contra empréstimos de curto prazo de mais de R\$ 200 milhões, a falência é uma possibilidade séria e concreta.

Existem várias possibilidades sendo discutidas nos bastidores, incluindo uma injeção de capital por um novo investidor estratégico ou uma renúncia de alguns credores. Diante deste

³ Lembrando que no momento em que nosso último relatório anual foi escrito, o câmbio esteve em cerca de R\$ 2,60 por dólar.

cenário horrível, nossos investidores podem se perguntar por que nós simplesmente não vendemos nossas ações e abandonamos este barco. Existem algumas razões.

A Log-in ainda é uma das poucas empresas que acreditamos ser promissora, num setor estratégico. Se a empresa sobreviver ao momento difícil em que se encontra, ela poderá ter um futuro brilhante adiante.⁴

Nossa tese é provada pelo fato de que, mesmo com os números horríveis atuais na produção industrial brasileira, a viabilidade da empresa é atestada pelo aumento contínuo nas receitas de sua divisão de cabotagem. Nossos investidores podem ficar tranquilos de que essa é uma posição muito pequena, que corresponde apenas cerca de 1% do nosso portfólio, então mesmo que o pior aconteça, isso não afetará nossa performance significativamente.

Portanto, a Log-In tornou-se ainda que involuntariamente, a nossa primeira posição distressed. Nós gostamos do cenário de risco e retorno até agora; se a empresa falir, não vai machucar o nosso fundo demais. Se ele se recupera, um futuro muito promissor com recompensas gigantes para seus acionistas se encontra pela frente.

BTG Pactual

Se a Gerdau foi, como dissemos, um erro custoso, pensamos que BTG Pactual estava entre as imponderáveis coisas sobre o futuro que nós não imaginávamos que poderia ser agrupada entre os erros que um investidor em valor poderia potencialmente evitar.

⁴ Para maiores informações, leia nossos relatórios antigos sobre Log-in Logística.

Como todos agora sabem, o fundador e principal acionista do banco foi preso e um banco de investimento, ao contrário de uma empresa industrial, nada mais é do que um conjunto de pessoas, marca e capital, e, portanto, o resultado foi devastador e a franquia gravemente prejudicada. Depois de algumas noites sem dormir e centenas de longos cálculos sobre valor de liquidação do banco, esta casa decidiu vender toda a sua posição no banco, uma decisão que julgando pelo preço atual da ação acabou sendo correta.

Ainda achamos que o BTG sobreviverá e irá recuperar sua força, mas como investidores de valor, preferimos observar dos bastidores ao invés de voltar a investir numa posição que ainda pode ter riscos com os quais não estamos confortáveis.

Empresas estrangeiras: Regus, Match, Whole Foods, Dufry

Um novo grupo que deve aumentar progressivamente em importância nos próximos anos é o de empresas não-brasileiras. Isso será natural, uma vez que 98% do PIB do mundo, e a grande maioria das melhores empresas do mundo não estão localizadas no Brasil. Não vemos nenhuma razão pela qual que devemos investir em um único país na busca de valor em um mercado global.

Além disso, há muitos setores ainda não representados na Bovespa e o acesso aos principais índices de ações do mundo deve trazer alguma diversificação necessária ao nosso portfólio.

Dito isso, como discutimos em cartas anteriores essa transição deve ser gradual. Acreditamos na aquisição de conhecimentos tijolo por tijolo e somos céticos de atalhos e respostas fáceis. Temos estado envolvidos na aprendizagem, e uma pesquisa muito humilde e calma de conhecimento e de valor nos mercados

mundiais, onde poderíamos replicar o caminho muito distinto e típico de investir que esta casa tem construído para os mercados brasileiros em uma escala global.

Até agora, começamos posições que gradativamente aumentarão em número e tamanho, num grupo de empresas promissoras e distintas:

A Regus é a líder global em prover locais de trabalho flexíveis. A empresa é sediada em Luxemburgo e listada na bolsa de valores de Londres. Nosso investimento na Regus será o tema da nossa carta mensal de fevereiro de 2016.

O Match Group é líder mundial em serviços de relacionamentos online. A empresa tem, através de suas marcas e propriedades, os sites Match.com, Ok Cupid, Plenty of Fish e o aplicativo Tinder. O Match Group é sediado no Texas e listado na NASDAQ em Nova Iorque.

O Whole Foods Market é uma cadeia de supermercados Americanos especializados em comida orgânica e sediada em Austin, Texas. Em setembro de 2015, a empresa tinha 91 mil empregados e um total de 431 supermercados nos Estados Unidos, Canada e Reino Unido.

Caixa

As razões pelo qual o caixa teve um aumento significativo no ano de 2015 são:

- Nossa falta de confiança em ativos brasileiros, ao mesmo tempo que atingimos o nível máximo de investimento exterior permitido pelo nosso estatuto;
- Nossa dificuldade em encontrar ativos bons e baratos no Mercado brasileiro que julgamos atrativos o suficiente para justificar o risco, dado as dificuldades econômicas e políticas que o país vive no momento;
- A venda apressada de nossas ações de BTG devido ao curso dramático que os eventos tiveram na empresa este ano, como discutido acima. Isso nos forçou a liquidar de forma apressada nossa posição e, portanto, aumentou nosso nível de caixa;

E por último,

- Nossa visão otimista do Real frente ao Dólar Americano. Já que apenas ter caixa no Brasil é um investimento cujo retorno é 7% sem risco e ajustado pela inflação (além de possíveis ganhos cambiais) e já que prevemos uma apreciação de médio prazo da moeda brasileira frente a americana, apenas manter nosso caixa parece um investimento adequado sem incorrer em riscos desnecessários de derivativos ou outros instrumentos financeiros.

Evolução da Estrutura de Investimento da FCL

FCL Clube de Investimento - 2007-2012

Fundo FCL Equities - 2012-2016

Nova Estrutura da FCL - 2016-???

Como já discutimos em cartas passadas, ao invés de diversificar nossos retornos daqueles obtidos por nossos investidores através da criação de novas estruturas e estratégias, acreditamos no conceito Mungeriano de círculo de competência. É difícil o suficiente fazer uma coisa certa.

Portanto nossa estratégia continuará sendo a de colocar todos os nossos ovos em uma única cesta, e observar essa cesta muito atentamente.

Apesar de estarmos contentes com essa decisão, acreditando que isso trará recompensas aos nossos investidores e a nós mesmos no longo prazo, a má notícia é que essa estrutura, nossa cesta, terá de evoluir de tempos em tempos.

Durante os anos de clube de investimento, nossa principal limitação era que não podíamos investir em ativos macro, nem mesmo por razões de hedge, e não podíamos investir no exterior, ou em bonds, entre tantos outros ativos.

Ainda assim, nossa principal aposta naqueles tempos era que com o aumento da governança corporativa e do ambiente de negócios no Brasil, a valuation das empresas ia convergir a níveis internacionais, o que de fato ocorreu e nos trouxe anos de grande sucesso.

Durante os anos de FCL Equities, a situação se reverteu completamente. Nesse período, nos tornamos crescentemente preocupados com o ambiente operacional no Brasil. Buscamos muitas formas de aumentar nossa exposição ao exterior. Como isso não ocorreu, devido a várias razões, com a velocidade que

queríamos, optamos em aumentar nossa posição em empresas brasileiras com receitas dolarizadas, como a Minerva, Braskem, Fibria e Gerdau.

O resultado dos danos de FCL Equities foram mistos. Julgamos que o ano de 2015 foi um grande sucesso em termos relativos, afinal de contas terminamos o ano positivos em +10.10% contra -13.31% do Índice IBOVSPA. Mas nosso fundo, pela primeira vez, terminou o período dos últimos 3 anos negativos, graça ao terrível cenário macroeconômico que fez com que literalmente todo ativo brasileiro sofresse independente de fundamentos.

Dedicamos incontáveis horas e muito esforço para selecionar as melhores empresas possíveis, mas o ambiente econômico é uma força poderosa. No final, não fizemos o suficiente para impedir o retorno negativo, apesar do desempenho significativamente melhor que o da Bovespa.

Então observamos o futuro com algumas certezas. A primeira é que a atual estrutura não é a ideal para proteger o capital de nossos investidores. Queremos ter a possibilidade de selecionar ativos de todo o mundo e gradativamente estamos fazendo isso, permitindo mais segurança e proteção ao capital de nossos investidores em moedas fortes através de ações de algumas das melhores empresas do mundo, muitas de mercados desenvolvidos, sem abandonar totalmente nosso know-how em empresas de mercados emergentes.⁵

⁵ Em breve escreveremos um relatório sobre as vantagens de analisar e investir em mercados emergentes sob uma perspectiva brasileira.

E como então é nossa nova estrutura? Inicialmente, não muito diferente da atual, mas com duas diferenças significativas:

- Maior flexibilidade para investir através da estrutura de capital ao invés de apenas a porção de equity;
- Um aumento na nossa exposição em ativos estrangeiros, que foi de 0% a 10%, mais recentemente 20%, e que finalmente chegará a 100% em potencial.

A má notícia é que, e estamos muito tristes com isso, alguns investidores terão que abandonar nossa parceria e nosso fundo, devido a mudanças no estatuto e questões legislativas relativas à fundos internacionais como o nosso. Para os que permanecem prometemos a mesma dedicação e paixão que sempre tivemos.

Se podemos nos orgulhar de uma coisa em tantos anos de parceria é exatamente isso. Não teríamos sobrevivido neste ramo competitiva sem nossos investidores, que podem ter certeza que continuarão nossos parceiros desde o primeiro até o último dia.

FCL*Capital*

Nossas cotas diárias podem ser acompanhadas no endereço:

FCLCapital.com/rentabilidade.php

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

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

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)