

FCL*Capital*

Outubro | 2016

Localização e Investimentos

Para quem está procurando saber para onde o Capitalismo está indo, contra intuitivamente, um bom lugar para começar é na galeria Uffizi em Florença.

Do lado de fora, as belas e charmosas ruas daquilo que já foi, séculos atrás, um dos mais importantes centros comerciais do mundo. Do lado de dentro, obras de arte de mestres como Da Vinci e Botticelli.

Porém, enquanto eu estava visitando e admirando a arte, há alguns anos, assim como milhões de turistas, algo me chamou a atenção: se pararmos por alguns minutos para ler a história e descrição por trás de cada obra de arte, descobriremos que muitas, se não todas as artes, foram comissionadas por um patrono, costumeiramente um comerciante de Roma ou Veneza, que financiou o trabalho e deu apoio a jovens artistas, em nome da fama, vaidade e reconhecimento da sociedade em que viviam.

Assim como a Nova York atual, havia excesso de capital e essa abundância deu a luz a uma sociedade que olha para dentro de si mesma, caridosa com artes e outras causas. Um lugar com pensamento para frente que empurrava a fronteira das possibilidades da época.

Se gestores de recursos e participantes do mercado de *private equity* atualmente financiam novas alas nos Lincoln Centers e Metropolitans do mundo, vale lembrar que essa afluência e benevolência não é nada de novo nesse planeta.

E tem mais: Florença e alguns outros polos do norte da Itália, eram aonde as pessoas influentes como artistas e pequenos empreendedores estavam. Roma e outras cidades do sul eram aonde o “dinheiro grande” estava estabilizado. A atual relação onde Banqueiros de Nova York e capitalistas de risco financiam idéias que vêm do Vale do Silício no norte da Califórnia não poderia estar mais clara na minha cabeça.

Será que a localização, neste mundo conectado, ainda é tão importante para investimentos nos dias de hoje? Será que o mundo mudou desde os dias da Renascença? Esse é o escopo desta carta.

E a primeira resposta: à primeira vista, não. A realidade é que a única coisa que aconteceu continuamente foi que a tocha passou de mão em mão desde a roma antiga, mas a estrutura do jogo se manteve intacta: dos portugueses e suas navegações, aos espanhóis, à Itália na Renascença, aos holandeses, britânicos, aos americanos nos últimos 100 anos, e (possivelmente) aos chineses nos próximos 100 anos, em cada século havia um lugar onde resultados extraordinários eram atingidos e nenhum outro lugar era capaz de se comparar. O único detalhe é que este local, em si, foi continuamente mudando.

E o epicentro do capitalismo no início do século 21, ainda é, indubitavelmente, os Estados Unidos. Se um país hospeda 10 das 10 maiores empresas em termos de valor de mercado. E 8 dos 10 indivíduos mais ricos do planeta, sua dominação é óbvia.

Mas e quanto ao futuro? Existem atualmente, dicas que nos dizem, não aonde o mundo se encontra, mas para onde está indo? Advinhar o passado é, afinal de contas, um jogo bastante fácil.

Dois insights se destacam: a primeira é arbitrar as diferenças de opinião entre *insiders* e *outsiders* e tentar descobrir qual dos dois está “certo”.

Um rápido exercício para o pensamento:

- Porque será que que quanto mais você se distancia da China, mais você encontra pessoas preocupadas com a economia chinesa? Será que estrangeiros são capazes de enxergar a floresta ao invés das árvores? Ou serão os chineses mais bem informados e capazes de ver que a China não está entrando em colapso e seu futuro é prospero?

- Porque será que enquanto o mundo inteiro ainda louvava o Brasil e a revista *The Economist* colocou o Cristo redentor voando, na sua atualmente clássica matéria de capa, os próprios brasileiros já se desencantavam com a administração do PT e percebiam que dias difíceis viriam pela frente?

Zoom in and zoom out (olhar de perto e olhar de longe) é portanto nosso primeiro insight. As vezes é melhor olhar para dentro e ver o que os *insiders* estão pensando, outras vezes é melhor dar um passo para trás e ver de fora. Mas entender essa diferença de opiniões e convicções é frequentemente um exercício útil para obter lucro.

O segundo insight é tentar descobrir quando que empresas começam a se dar por satisfeitas e baixar suas guardas.

¹ Fonte: Bloomberg

² Fonte: Revista Forbes

³ O tema “*zoom in e zoom out*” sera o assunto de uma das nossas próximas cartas.

É um fato bem estabelecido que uma boa previsão de recessões é observar o momento em que os prédios mais altos, os “elefantes brancos” estão sendo construídos. É uma lista extensa, mas podemos dar alguns exemplos:

- A construção do Empire State Building, que só terminou após a crise de 1929.

- As Olimpíadas do Rio: a cidade ganhou o direito de se tornar anfitriã dos jogos em 2009 (um ano antes da clássica capa da The Economist) e os jogos foram realizados em 2016, no meio da pior recessão da história do país.

- Os jogos Olímpicos de Inverno de Sochi, que seguiu um padrão similar ao do Rio de Janeiro.

- Dubai: o emirado entrou numa crise financeira enquanto construía inacreditáveis estruturas da engenharia.

O que este padrão nos diz? Possivelmente que uma vez que observamos sinais de triunfo, de complacência, auto parabenizações, é provavelmente sábio se preocupar.

Obviamente, o bom senso nos diz muito sobre o próximo século: gradualmente a mudança de foco deve ir do Ocidente para o Oriente, especialmente dos EUA para a China e, em menor medida, Índia e sudeste da Ásia. Isso porque, esses lugares são onde a maior parte da humanidade vive e o nível de tecnologia atual permite o crescimento econômico acelerado, e a troca de mãos que segura a tocha da liderança acontece mais rápido do que antes. A magnitude desta transição, no entanto, bem como a sua intensidade, ainda está por vir.

Dito isto, os nossos investidores devem esperar que o nosso fundo global, Oportunities, que investe principalmente em ações, deve permanecer focado especialmente em: ações americanas (uma vez que é lá onde a maior parte do valor do mundo ainda está), ações brasileiras (como este é o lugar onde temos uma vantagem competitiva) e, em menor grau, ações europeias (já que ainda possuem boas perspectivas) e para um ainda menor medida, ações asiáticas (pois lá é onde o futuro vai estar).

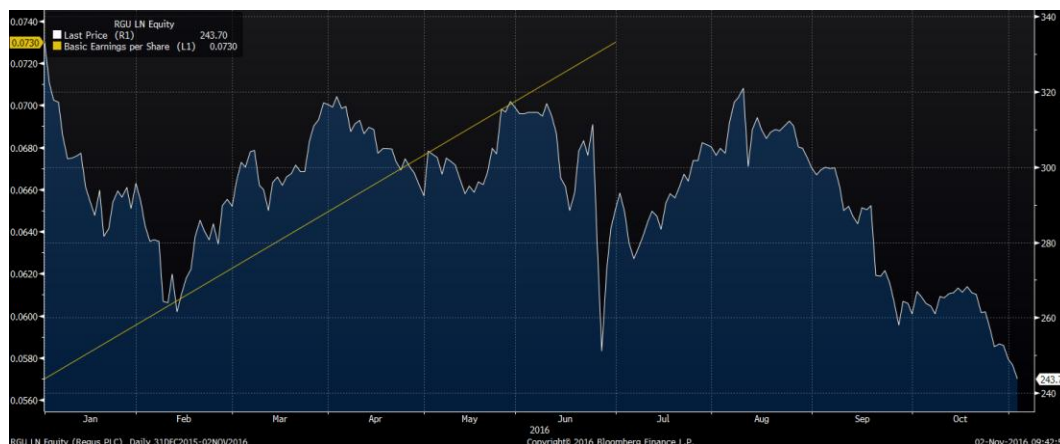
Como sempre, as oportunidades com maior potencial de remuneração são aquelas ainda não totalmente compreendidas. “No mundo dos investimentos o que é confortável raramente é rentável”. E “o que é compreendido não precisa ser discutido”.

Agora, voltando para o início da nossa carta, tendo enxergado através do prisma dos acontecimentos geopolíticos atuais, parece quase ridículo pensar que a localização poderia não ser mais tão importante.

Enquanto estamos escrevendo esta carta, no final de 2016, Donald Trump é um sério candidato para se tornar o próximo presidente dos Estados Unidos, possivelmente jogando o país e, conseqüentemente, o mundo, em um espiral de incerteza e de populismo.

Enquanto isso, o Brasil ainda não se recuperou da pior recessão da sua história, graças à desastrosa administração do PT. Além disso, há o Putin na Rússia, o cada vez mais ditatorial Xi Jinping na China, e na Argentina, a primeira administração decente em décadas. Para onde quer que você olhe, governos, países e localizações específicas ainda contam muito.

Enquanto isso, a Regus, uma grande empresa que foi tema de uma das nossas cartas tem se saído muito bem operacionalmente e superando nossas próprias projeções de quando investimos nessa empresa, mesmo assim tem sido, um dos maiores detratores de desempenho do nosso fundo, subtraindo mais de 2 pontos do nosso desempenho no ano, com sua cotação despencando por uma única razão: por ser uma empresa britânica em meio ao tumulto de Brexit.



Regus: Lucro por ação (esquerda, em amarelo) e preço por ação, em azul.

Contudo, para investir, há diferentes aspectos a serem observados na equação da localização. A primeira e mais óbvia é olhar para as vantagens e desvantagens da localização de cada empresa no contexto de *Valuation* e suas projeções futuras.

Assim, de acordo com esta lógica, por exemplo, a Regus sofrerá uma vez que está localizada na Grã-Bretanha em 2016 (embora a maioria de seus negócios sejam feitos fora do país) e ativos brasileiros subirão graças à remoção Dilma Rousseff do poder.

Uma segunda, mais profunda abordagem é olhar para a localização no contexto de vantagens competitivas. Todo investidor sabe (ou deveria saber) que Warren Buffett é um dos maiores investidores em empresas como a Coca-Cola e Procter & Gamble. O que é muito mais surpreendente é o gigante portfólio de empresas americanas de médio porte que a Berkshire Hathaway comprou ao longo dos anos: empresas de trailers

regionais, jornais locais de cidades médias e franquias de fast food regionais. O que explica esse interesse por empresas tão francamente não globais e não aspiracionais?

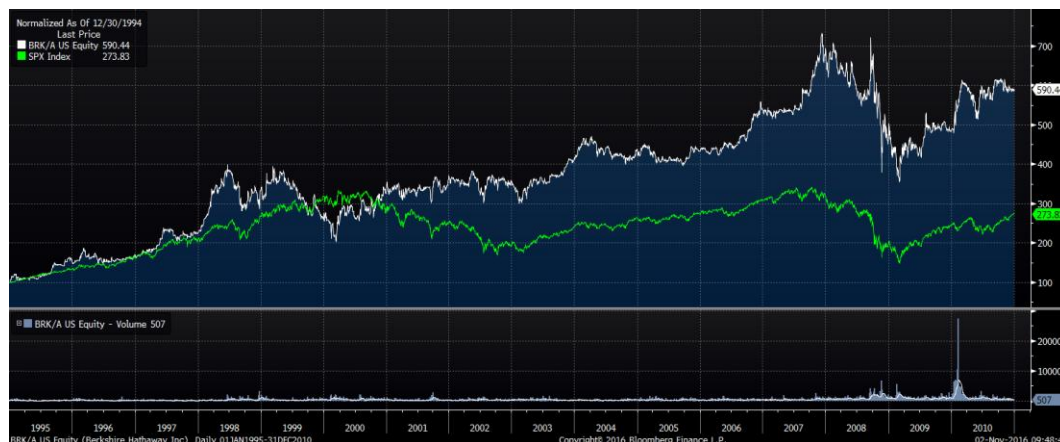
A resposta é que Buffett é um investidor defensivo. Portanto, localização em muitos destes casos é uma barreira de entrada. Cidades médias só tem espaço suficiente para um único jornal local e essas empresas normalmente são capazes de ditar preços e condições, uma vez que têm um público fiel e não enfrentam a concorrência.

Da mesma forma manufaturas locais e operações de fast food, quando bem geridos, estão mais próximos de seus clientes e são capazes de voar sob o radar dos concorrentes globais.

Não há exemplo mais óbvio da qualidade defensiva de Buffett do que quando perguntado sobre as infinitas possibilidades da internet, no final dos anos 1990: Buffett respondeu que via a Internet mais como uma ameaça aos seus negócios existentes do que como uma oportunidade de ganhar mais dinheiro.

Em outras palavras, ele não estava preocupado em tentar adivinhar qual seria a próxima idéia de um bilhão de dólares da internet. Ele estava preocupado com seus jornais, suas operações de varejo, seus negócios existentes.

No dia seguinte, após a entrevista, as ações da Berkshire caíram. Para nós, um testemunho da genialidade de Buffett é o fato de que 15 anos mais tarde, empresas de varejo, jornais e muitas outras indústrias têm de se adaptar a uma audiência global cada vez mais conectada à internet.



Berkshire Hathaway VS S&P 500, 1995-2010

Ainda sobre o tema de barreiras de entrada, existem modos de pensar lineares, assim como tridimensionais, sobre problemas e oportunidades.

O Brasil, por exemplo, é um lugar notoriamente terrível de se fazer negócios: impostos loucos, burocracia sem fim, e assim por diante. Olhando por o outro lado, no entanto, torna-se óbvio que esta burocracia sem fim torna-se uma barreira de entrada para os concorrentes.

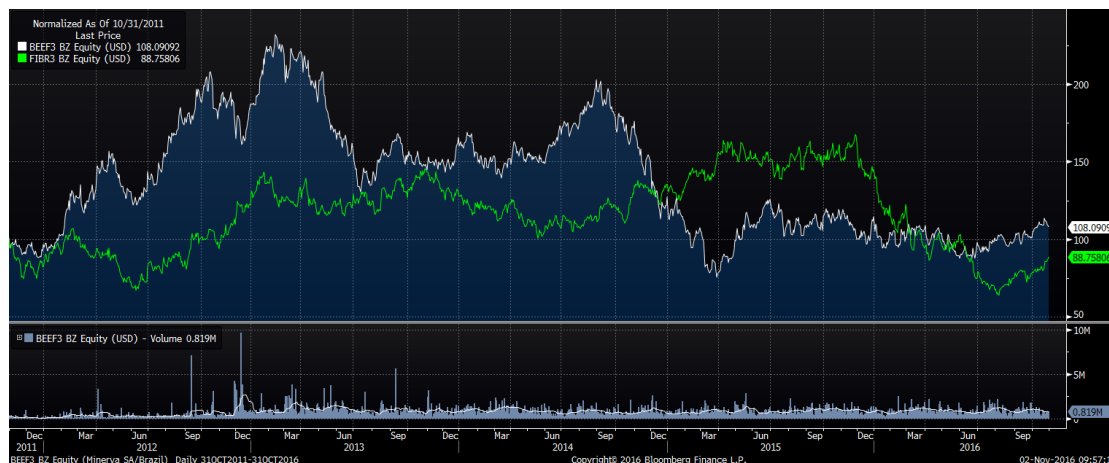
Uma vez estabelecido e dirigindo um grande negócio no Brasil, esse ambiente difícil torna-se uma grande proteção. Obviamente, é terrível para o país. Mas é bom para as poucas empresas capazes de navegar através da selva que é fazer negócios no país. Exemplos de empresas como Renner e Itaú, atestam esta idéia ao prosperar nessa conjuntura e ter muito mais sucesso do que concorrentes estrangeiros que tentam entrar no país como o Citigroup e Wal-Mart.



Desempenho da ação nos últimos 12 meses: Lojas Renner, Itau, Citigroup & Wal Mart.

Além disso, obviamente, a localização pode trazer atributos únicos.

No nosso portfólio, exemplos como Minerva, graças ao abundante abastecimento de água do Brasil e Fibria, pela proximidade com plantações de eucalipto de menores custos e mais rápido crescimento do mundo, claramente não seriam as mesmas empresas se localizadas em qualquer outro lugar. Isso se repete para muitas empresas ao redor do globo. Posicionamento de negócios, afinal, é a arte de procurar e encontrar o que o torna único.



Minerva & Fibria, preço da ação em dólares nos últimos 5 anos

Mas o mais profundo, e em nossa opinião, mais interessante prisma para analisar localização é pelas velhas contradições no mundo dos investimentos.

Já foi dito que tudo no mundo dos investimentos é uma faca de dois gumes: se você concentrar todo o seu dinheiro em um único ativo, você será um gênio se as coisas derem certo, ou um homem pobre se não. Igualmente se você usar alavancagem. Quanto mais indexado e conservador você é, mais medíocre será sua performance, mas preste atenção, isso pode ser uma coisa boa!

Localização, em nossa opinião também funciona desta forma: se você está muito certo de que um determinado país terá uma mudança de governo para melhor, que uma determinada indústria está se reinventando e assim por diante, é aí onde você deve se localizar. Por outro lado, fundos globais, investidores que diversificam espalham suas apostas são por definição mais "conservadores", estão deixando passar as gigantescas recompensas de concentrar seus investimentos, mas também protegendo seus ativos.

Dito em outras palavras: se você tem opiniões fortes sobre um país ou indústria em particular e é um investidor muito agressivo, pode ser sábio olhar para nenhum outro lugar por algum tempo. Se não for o caso, você deve se preocupar mais com as possíveis perdas.

Esta casa irá alternar entre esses dois extremos: correremos uma carteira relativamente concentrada de ativos diversificados. Dependendo do tempo e da situação, vamos deslocar um pouco para uma extremidade do extremo, mas como um todo, vamos errar do lado conservador uma vez que somos donos do Investidor dinheiro.

Além disso, em nossa busca por atributos únicos e onde deveríamos estar, esta casa decidiu ser mais clara do que nunca em seu “âmbito de competências” e onde deve ser localizada. Nosso fundo de ações globais, que em breve será renomeado “Oportunidades”, investe em 3 setores: recursos básicos e industriais, serviços de consumo e indústrias de tecnologia, e em cinco mercados diferentes: Brasil e América Latina, América do Norte, Europa Ocidental, China e Índia (apesar de ainda não termos investimentos nos últimos dois e, provavelmente não teremos para os próximos anos).

Isto é o que chamamos de nossa matéria-prima. Os lugares onde nós vamos procurar oportunidades de investimento. Curiosamente, eu sempre pensei que à medida que iríamos crescer e amadurecer, nos tornaríamos menos e não mais especializados, mas com o passar dos anos, a importância da vantagem competitiva, de saber o que você está fazendo e fazendo melhor do que os outros está mais clara.

O capitalismo a final de contas é um sistema que recompensa a escassez. Pode ser um código de software que ninguém mais tem. Pode ser uma fórmula secreta para fazer um refrigerante. Pode ser conhecimento superior local sobre conexões mais importantes e insights na economia global.

Escassez, no mundo dos investimentos, é a nossa meta, tanto na busca de valor escasso em nossas empresas investidas, como na tentativa de criar uma escassez no nosso processo de investimento.

Essa discussão é muito oportuna dado que em 1º de janeiro estamos pela primeira vez abrindo um fundo de investimentos muito específico: um que tem o objetivo de fazer hedge e proteger os ativos de seus investidores fazendo um serviço de gestão conservador, racional e buscando bater (mas seguir) o CDI brasileiro.

Nós acreditamos que é um serviço complementar racional aos nossos investidores, oferecer este serviço e separá-lo (spin off) do nosso fundo de ações global, que investe principalmente em empresas públicas em todo o mundo.

Para resumir, pode chegar um dia em que a localização deixe de realmente importar. Há alguns indicadores de que estamos caminhando nesta direção. Quando a internet chegou a cena, muitas pessoas previram que este dia havia chegado. De uma forma bastante paradoxal, no entanto, as maiores cidades do mundo prosperaram com a Internet em vez de deixarem de importar.

4 Nós consideramos um “spin off” pois até então era uma área de administração de caixa do nosso fundo.

Isso aconteceu porque antes de fazer a localização se tornar irrelevante, a internet tornou a força de trabalho global extremamente móvel, como nunca antes. Desta forma, as pessoas mais inteligentes, não surpreendentemente, cada vez mais decidiram se aproximar e viver em lugares como Nova York, Londres e São Francisco.

Mas esta foi uma primeira onda. Ao mesmo tempo, também é verdade, que a diferença entre estas três proeminentes cidades e o "bloco do meio" como o Brasil e China, está muito menor em muitos aspectos diferentes do que no passado. Assim, ainda estamos por ver até onde iremos no debate sobre as "vilas globais".

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

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)