

FCL*Capital*

Novembro | 2016

Uma questão de chance

*"Im only human
Of flesh and blood im made
Human
Born to make mistakes"*

(Da música que fez sucesso nos anos 80 "Human")

Seres humanos nascem para cometer erros. E apesar da extraordinária explosão de informações no mundo dos investimentos – agora cercado de terminais Bloomberg e com fluxo ininterrupto de notícias - o fato é que os inputs e outputs básicos sobre investimentos não mudaram tanto nos últimos 100 anos - nós, coletivamente, fazemos estimativas sobre o futuro de ativos específicos e classes de ativos, e a soma das nossas opiniões aparecem nos preços.

Dois fatos básicos fazem o enigma dos investimentos especialmente interessante.

O primeiro é a nossa limitação como seres humanos a respeito da nossa capacidade de prever e conhecer o futuro, um tema que discutimos em nossas cartas passadas sobre fazer previsões. ¹

A segunda coisa interessante é a incrível tendência da coletividade de investidores - conhecida como o mercado – de se desviar da racionalidade fria - graças aos Deuses gêmeos da ganância e do medo.

¹ Mais recentemente em nossa carta de Set/2015 e Jan/2016 e em nossa carta sobre o livro "Superforecasters".

Um artigo recente de dois gestores de fundos apresentou essas tendências de forma incrivelmente clara: participantes receberam U\$25 cada e foram instruídos a apostar numa moeda viciada que tinha uma probabilidade de 60% de cair “cara”. As recompensas em dinheiro eram todas reais, embora limitadas a U\$250 por participante.

Quase um terço dos participantes, apesar de saber que a moeda era viciada, perderam tudo - eles começaram com apostas muito agressivas ou após algumas perdas sucessivas, inexplicavelmente, mudaram de lado, ficaram muito nervosos e começaram a apostar que cairia “coroa”.

Apenas um quinto dos participantes foi realmente capaz de jogar corretamente e ganhar os U\$250, eles basicamente fizeram a estratégia certa e mantiveram as apostas no lado tendencioso em cada rodada, independente de quantas rodadas eles haviam perdido. Eventualmente, naturalmente, a chance de 60% de dar “cara” tornou-se decisiva e garantiu que eles ganhassem dinheiro. Jogando vezes o suficiente, a tendência finalmente aparece, é claro. Mas isso está sendo dito enquanto escrevo esta carta, sem nenhuma emoção envolvida. Durante o jogo, muitos dos jogadores - alguns deles gerentes de fundos, alguns executivos de alto nível, advogados, médicos e assim por diante - acabaram por perder a fé em si mesmos ou na simples matemática e perderam até seu último centavo.

E qual é a estratégia ideal para um jogo como este? Em primeiro lugar, é claro, uma vez que o jogo é manipulado, apostar “cara” em todas as rodadas. Às vezes é fácil esquecer, mas cada rodada é completamente independente e não importa quantas vezes seguidas a moeda falha, ainda há uma chance de 60% de ganhar se você manter a aposta na próxima vez. Portanto, a última rodada ter sido “cara” ou não, é completamente irrelevante. Para a próxima rodada mantenha apostas onde há uma chance de 60% de ganhar e, eventualmente, a matemática se vingará. Assim como investir em valor no mercado de ações.

Em segundo lugar, assim como não importa o quão certo você está sobre uma oportunidade específica de investimento, você deve sempre, e até certo ponto, espalhar suas apostas. Da mesma forma, a estratégia certa para este jogo era, obviamente, não apostar tudo na primeira rodada, uma vez que ainda havia uma chance de 40% de perda e quanto mais vezes você aposta, mais chance você tem de vencer.

Na verdade, a estratégia ideal para um jogo como este já está na literatura matemática desde 1955. É conhecido como o Critério Kelly. Basicamente, deve-se apostar uma porcentagem constante do seu dinheiro cada vez. ²

Em um jogo repetido com uma probabilidade conhecida, você deve, basicamente, dobrar a probabilidade de ganhar e subtrair um. Portanto, comece apostando 20% do seu dinheiro ($0,6 * 2 - 1$). Faça isso e terá uma probabilidade matemática de 95% de eventualmente atingir o retorno máximo de U\$250.

Mas essa é a teoria. No jogo em si, surpreendentemente dois terços dos jogadores apostam “coroa” pelo menos uma vez, apesar de saberem que teriam apenas 40% de chance de vencer. Provavelmente eles pensaram – assim como tantos gestores - que estavam num “winning streak” ou numa “losing streak” ou que, como saíram muitas “caras”, agora teria que haver alguma forma milagrosa de “compensação”.

As possibilidades de os seres humanos praticarem a sua irracionalidade são infinitas.

² Mais uma vez, de forma similar a que muitos gestores de recursos fariam com investimentos em ações, imóveis, private equity, etc.

Apostar em um ativo financeiro - seja uma propriedade residencial na praia, uma ação de tecnologia ou um título do governo - é obviamente mais complexo do que apostar em “cara” ou “coroa” . Você tem que fazer suas chances subirem - elas não são fixas - portanto o estado da economia, a governança corporativa das empresas, o ciclo de crédito, todos desempenham um papel neste complexo jogo de apostas que é investir. Quanto mais se estuda e quanto mais perspicazes suas teses, mais viciada sua moeda se torna.

A boa notícia é que no longo prazo investir em ações não é tão diferente de jogar com uma moeda viciada em seu favor – apesar de tudo o mercado de ações tende a subir no longo prazo, uma vez que, como sociedade, nos mantemos progredindo. Continue investido no mercado de ações em qualquer economia que não está prestes a entrar em guerra e que tem uma população que não está rapidamente diminuindo e as chances são que, depois de algumas décadas, você terá feito muito mais dinheiro do que se tivesse investido em renda fixa ou mesmo se tivesse investido na grande maioria dos investimentos privados com exceção dos poucos casos extraordinários.

Além disso, há uma enorme vantagem em investir em ações em comparação com jogar moeda - cada aposta não é feita isoladamente. Podemos, na verdade, aproveitar o comportamento irracional de outros participantes - quando eles são particularmente irracionais, se nós somos capazes de usar isso em nosso favor, o jogo torna-se especialmente tendencioso em nosso favor (embora poucos tenham a disciplina necessária e cabeça fria para tirar proveito disso). Quando, como na maioria das vezes, os participantes são razoavelmente racionais o jogo se torna um pouco mais resistente e as probabilidades um pouco mais apertadas.

O Critério de Kelly também explica que quanto mais certo você é de um resultado específico (e observe que os seres humanos têm uma tendência a superestimar a probabilidade de sucesso) mais você deve apostar nele. Isso deve funcionar tanto para classes de ativos (apostar fortemente no mercado de ações quando ativos estão particularmente subvalorizados) como em ideias específicas de investimento.

No último mês, todos esses pensamentos filosóficos, matemáticos e práticos passaram por nossas cabeças sobre nosso maior investimento: a Braskem.

Sendo a nossa maior posição, certamente, uma vez que tentamos ser seres racionais, acreditamos que é um onde nós, tínhamos uma vantagem competitiva. Mas investir é e sempre será uma atividade probabilística.

Com o fluxo de notícias muito negativo da Braskem no escândalo da "Lava Jato" e o ex-presidente da empresa sendo preso, a Braskem, uma empresa de nível internacional, estava sendo negociada por basicamente metade dos múltiplos de preços de seus pares internacionais.

	EV/EBTIDA (2017E)	Free Cash Flow yield (2017E)
Braskem	3.3	24%
Lyondell Basel	6.41	8.61%
Basf	6.9	5.26%
DOW	7.88	6.45%

Nossa aposta racional (a nossa moeda viciada) foi que eventualmente um acordo seria alcançado e os investidores perceberiam o valor da empresa. Claro, esta foi uma ideia para os investidores de longo prazo e de estômago forte para volatilidade de curto prazo em troca de ganho de longo prazo.

Curiosamente, houve momentos em que, este ano, a ação estava em forte queda, e essa posição superou 20% de nossa carteira, muito perto do exemplo da "moeda viciada", conforme o Critério de Kelly.

Em quanto escrevemos esta carta, surge a notícia de um iminente acordo entre a Braskem e as autoridades brasileiras, americanas e suíças. Se a penalidade imposta à Braskem for a mesma mencionada na mídia, calculamos que seja proporcional a não mais do que 2% do valor presente líquido da empresa.

A matemática fria exigiria que a Braskem dobrasse de preço e isso tem sido o principal racional para nossas teses nos últimos anos. ³

Obviamente, a realidade é mais complexa. Mais notícias negativas podem surgir. E além disso, a empresa-mãe poderia usar Braskem, uma vez que a empresa é tão saudável.

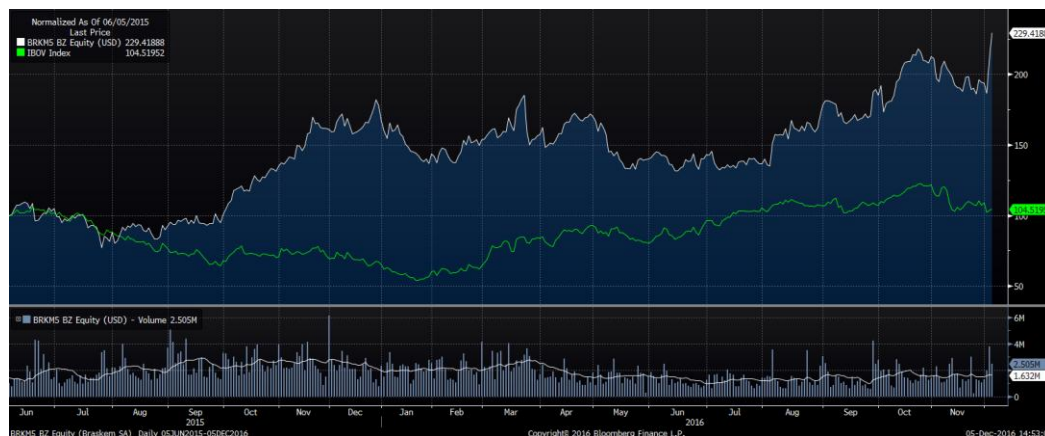
³ A Braskem já estava fortemente subvalorizada antes da Lava-Jato por motivos diversos.

Nós não acreditamos que este será o caso. Segundo relatos recentes da mídia, a Braskem deve pagar cerca de metade do total do acordo da Odebrecht. Pensamos que isso é injusto - a Braskem, afinal, só está indiretamente envolvida nas piores alegações e não é uma empreiteira pública, que é o cerne do escândalo. As ações subiram com a notícia e por boa razão. Mas se tivermos um desfecho pior do que este - a Odebrecht usando sua empresa controlada como um cofrinho - nossos investidores devem saber que não iremos hesitar em ir usar de todos os meios, inclusive judiciais, para evitar que isso aconteça. Não estamos exageradamente preocupados e não achamos que esse será o caso.

Em suma, a notícia foi um grande positivo: como a nossa tese indicou, uma vez que o véu de incerteza foi levantado, os investidores começaram a perceber que a empresa estava negociando por basicamente metade do que poderia ser um preço adequado.

Isso não significa, é claro que vamos sentar e ver as ações dobrar de preço. Acontecimentos são sempre incertos, especialmente se eles estão no futuro. Alguma má notícia ainda pode surgir. E mesmo que as ações dobrem de preço, provavelmente, à medida que se aproximam do que pensamos ser níveis razoáveis, o conceito de margem de segurança do velho Graham diz que devemos começar a vender. Nós não queremos esperar até que elas convirjam completamente. Segurança é mais importante do que pegar o último centavo.

Finalmente, pensamos que a Braskem deve negociar com algum desconto, embora muito menor do que o atual.



Braskem (+ 128%) vs Ibovespa (+ 4,6%) em Dólar Americano nos últimos 6 meses. 4

Ainda existem muitas moedas viciadas por aí, nos mercados financeiros globais. Este foi apenas um deles. De tempos em tempos vamos nos equivocar em nossos cálculos e cometer erros, mas no geral vamos tentar continuar jogando com as chances a favor, para tirar lucros neste jogo. Uma coisa que nos faz pensar que podemos ser bem sucedidos é o fato de que outros investidores ainda estão fazendo alguns erros gigantes e mostrando um comportamento irracional notável, coisas piores do que apostar “coroa” em uma moeda que tende a dar “cara” estão por toda a parte. Eles trocam segurança no curto prazo por sucesso a longo prazo. Estas moedas viciadas existem. Vamos continuar procurando por elas

4 Note o ponto de inflexão alcançado no dois últimos dias, quando surgiu a notícia do acordo.

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)