

FCL*Capital*

Abril 2018

A jornada sem fim

Toda profissão tem sua musa inspiradora. Para o atleta profissional é a medalha de ouro, para o jogador de tênis, o troféu de um Grand Slam, para um escritor, o prêmio Nobel, para o ator, um Oscar ou Golden Globe.

Já para um investidor, sua musa inspiradora é uma palavra de quatro letras, muito discutida, mas pouco compreendida: alfa.

Por que alguns poucos investidores ganham do mercado enquanto a maioria não? Por que existem poucos entre nós, como David Tepper ou Warren Buffett, que foram capazes de deixar os índices e quase todos os outros comendo poeira? A resposta é, sua capacidade de gerar alfa.

Como todo e qualquer investidor deve saber, existe uma correlação entre risco e retorno: quanto maior o risco incorrido, maior a possibilidade de retorno (e também a volatilidade).

Alfa, por outro lado, é o retorno ajustado pelo risco. Um retorno maior, que não é explicado por um risco maior. Resumidamente, pode ser entendido como habilidade em investir. Se dois gestores de fundos assumirem o mesmo grau de risco, e um deles tiver, no longo prazo, maiores retornos, o alfa é a explicação;

Alfa é portanto, como buracos negros ou matéria escura, quase uma mágica da ciência: nós podemos medir, portanto sabemos que existe. E a busca por alfa é o objetivo de qualquer gestor de fundos. Se você desistir do sonho de encontrar alfa, é melhor então, simplesmente deixar seu dinheiro em um índice e curtir a vida numa praia.

Nesse mês, nossa carta mostrará nossa visão e atitudes tomadas para encontrar alfa, nossa constante procura, nossos processos e nossa melhor tentativa de explicar aos nossos investidores porque acreditamos ser capazes de entregar alfa enquanto muitos outros simplesmente não conseguem.

-----//-----

Em primeiro lugar, seremos diretos: alfa é informação privada. Falamos sério, sempre e em qualquer lugar. Não nos referimos à “privado” no sentido ilegal. Mas que para alcançar alfa (uma tarefa reconhecidamente difícil), um investidor precisa:

- a. Saber ou encontrar algo que pouquíssimas pessoas saibam.
- b. Ser capaz de entender ou processar informação de uma forma que pouquíssimas pessoas conseguem, mesmo quando muitos sabem a informação.
- c. Ser capaz de tomar decisões e agir de uma forma que pouquíssimas pessoas agiriam, mesmo sabendo e entendendo as informações.

Vamos aprofundar cada um desses pontos.

1. Informações privadas em mercados privados (Private equity, Crypto moedas, etc.)

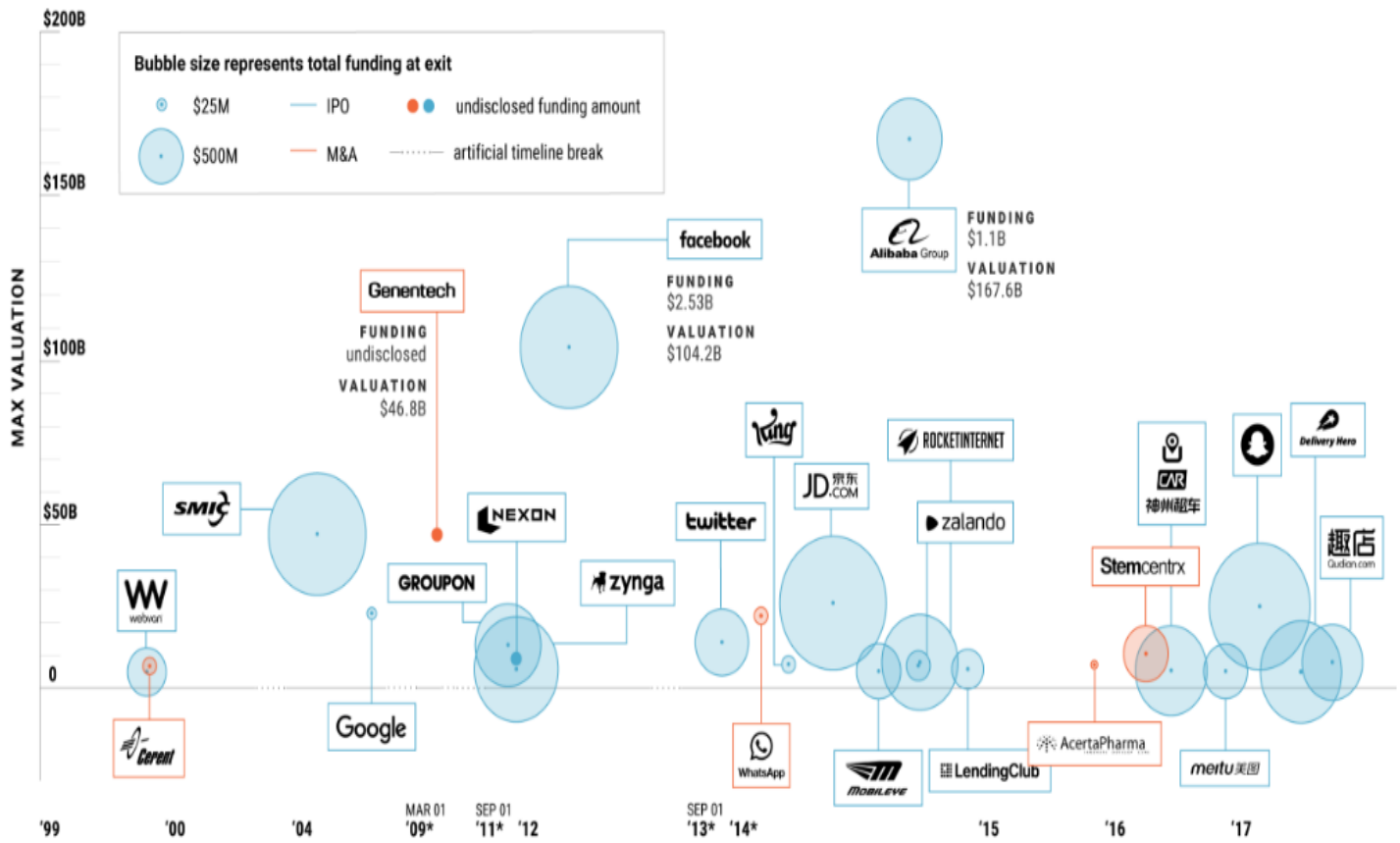
Começando por onde o alfa é mais abundante, a maioria das pessoas aceita que em mercados não públicos e ilíquidos, é possível encontrar incríveis oportunidades de investimentos, tendo as conexões certas, estando no lugar certo na hora certa ou sendo um empreendedor ímpar.

Pense em empresas de sucesso como Apple e Microsoft e pense no quão brilhante foram seus fundadores. Ou talvez até mais impressionante, no caso das firmas de Venture Capital da Califórnia: década após década, se estabeleceram como o lugar de interesse para empreendedores ambiciosos, com tantas conexões o ciclo virtuoso passou a reforçar a si mesmo. Os melhores novos empreendedores buscaram parcerias no mesmo local, assim seus fundos geraram retornos acima da média consistentemente. O resultado é um histórico de rendimentos incrível, grandes empresas e impressionantes retornos que continuam fortes até hoje.¹

Por que é mais fácil encontrar alfa em mercados ilíquidos do que, digamos, investindo em ações ou moedas? Simplesmente porque a informação é mais lenta, inconsistente e difícil de encontrar. Qualquer pessoa que paga por um terminal Bloomberg terá acesso a cotações e encontrará muita informação sobre todas as ações negociadas em qualquer mercado. Mas se você por acaso mora, digamos, na Indonésia, e lá existe uma ótima oportunidade, há uma grande chance de que investidores de fora não capitalizarão essa oportunidade tão rápido. No jargão de investimento, leva mais tempo para a oportunidade ser arbitrada.

¹ Apesar que a revolução criptográfica pode ameaçar seu modelo de negócios.

Top 25 VC - Backed Exits de todos os tempos



* Alguns anos estão abreviados para facilitar a leitura

** Genentech e Alibaba não são first exits tecnicamente mas são geralmente aceitas como referências para first exits.

Fonte: CBINSIGHTS

2. Informação privada em cantos específicos do Mercado (também conhecidos como “mercados semi privados) (mercados emergentes, small caps, etc)

Portanto, concordando que é possível encontrar alfa em empresas privadas, oportunidades de investimentos privados e em *private equity* em geral, vamos seguir adiante para a busca por alfa do dia a dia dessa casa: o que chamamos de mercados semi privados.

É verdade que mercados públicos geralmente têm maiores níveis de informações e liquidez do que mercados privados, porém, nem todos os mercados públicos são iguais.

Como já afirmamos em cartas passadas, um dos motivos pelos quais essa casa foca em *small caps* e mercados emergentes é que tais mercados são, no jargão financeiro, “menos eficientes”.

Olhe para o mercado brasileiro. Muitas das pequenas empresas listadas na bolsa de São Paulo divulgam seus resultados somente em português. Além do que, a maioria das reuniões com investidores, visitas à empresa e conferências também são focadas no público brasileiro. Claramente, investidores não-brasileiros estão em grande desvantagem. O mesmo pode ser dito sobre empresas *small caps* chinesas listadas em Shanghai e Shenzhen ou para empresas Japonesas listadas em Tóquio e assim por diante.

Mas isso não é tudo. Quando falamos de uma empresa small cap, digamos, valendo cerca de U\$ 300 milhões na bolsa brasileira, mesmo um investidor perspicaz e atento que consiga encontrar uma oportunidade ali, se ele tem sob gestão, valores altos como, digamos U\$ 50 bilhões, ele não será capaz de fazer nada a respeito – tal oportunidade seria

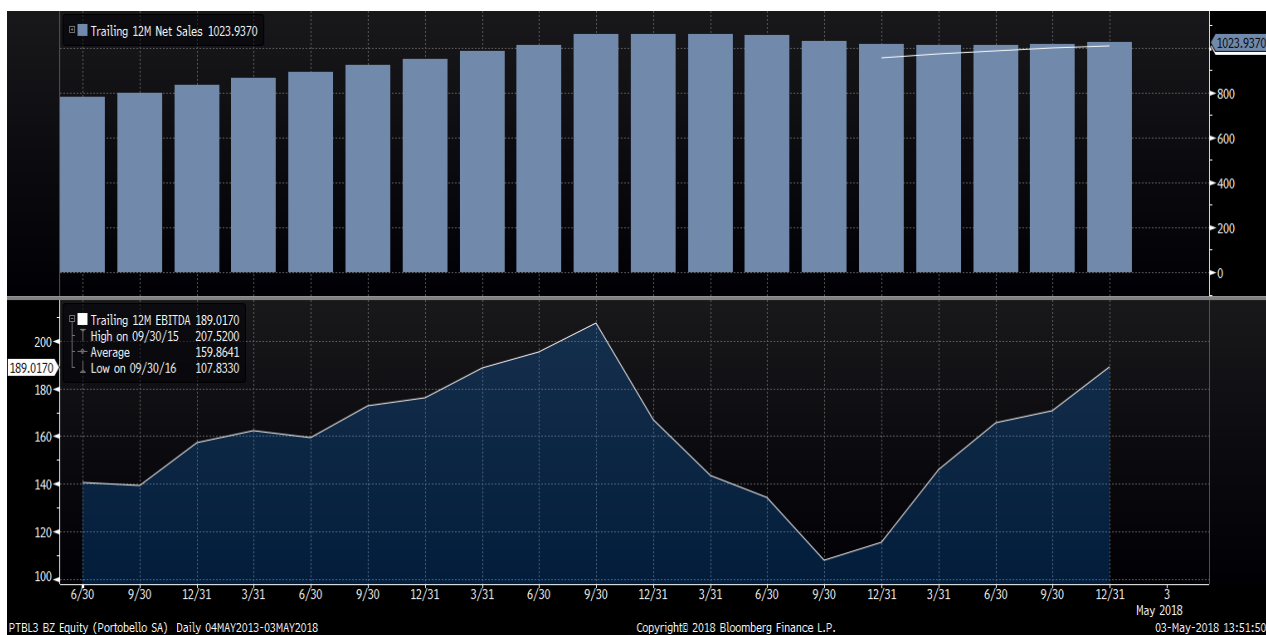
simplesmente pequena demais para que seu funda possa alocar e lucrar com ela.

Como o próprio Warren Buffet já disse, “tamanho é o inimigo do desempenho acima da média”.

Portanto, resumindo, alfa pode certamente ser encontrado em mercados privados, mas também em “cantos” específicos dos mercados públicos, os nichos, onde não muitos têm a capacidade de alcançar. Pode ser por tamanho excessivo, nacionalidade, características específicas, qualquer lugar onde se possa entender conjunturas melhor do que seus competidores. Qualquer lugar onde você possa saber algo que a maioria não sabe.

Muitas das ideias de investimento dessa casa foram tentativas de explorar mercados semi privados dessa forma. Suponhamos que tivéssemos uma opinião específica sobre o preço do petróleo (um mercado, no qual essa casa reconhece não ter vantagens competitivas): bem, é preciso muita coragem para acreditar que você sabe algo que já não está precificado num ativo que movimenta diariamente volumes bilionários e que tem a atenção de investidores espalhados por todo o planeta.

Agora olhe para nossa posição em Portobello por exemplo, uma small cap brasileira. Suas ações negociam menos de um milhão de dólares num dia bom. Suas demonstrações financeiras, na maioria dos casos, são apenas em português. Suas lojas, todas localizadas no Brasil. Após alguns meses de trabalho, pesquisa e interpretação dos relatórios da empresa, acreditamos ter alcançado uma boa compreensão do negócio. Nós acreditamos ter descoberto informações semi privadas. Tal caminho faz mais sentido na nossa opinião.



Trailing 12 months Portobello Net sales and Ebitda (source: Bloomberg)

É possível encontrar alfa quando se tem um excepcional alinhamento com sua base de investidores, quando todos entendem o que se busca alcançar pois sabem que para conseguir performances superiores no longo prazo é necessário passar por períodos de turbulência. Além disso, também é importante ter uma estrutura de fundos que permita aproveitar oportunidades de longo prazo, baixo *turnover* e um mandato flexível que permita explorar as discrepâncias do mercado.

Bizarramente, acreditamos que um bom indicador de talento para um investidor é a sua capacidade de suportar períodos de desempenho abaixo da média de seus concorrentes. Significa que tal pessoa ou equipe está disposta a desviar do consenso, sabendo que este é o único caminho para encontra alfa no longo prazo.

Como frequentemente apontamos para nossos investidores, acreditamos que o futuro pertence àqueles que não seguem sempre a manada, aos nichos, às estratégias extraordinárias, aos “misfits” como Steve Jobs diria. É lá, nestes específicos cantos escondidos, que ainda é possível encontrar alfa.

3. Análise privada de informações públicas

A última, e em nossa opinião, a mais fascinante forma de encontrar alfa não é com mercados privados ou mesmo em cantos escondidos do mercado, mas sim procurando em qualquer lugar, até mesmo nas grandes empresas, nas *blue chips* do S&P500.

Pois a última fonte de alfa não vem de saber algo que ninguém mais sabe ou ser capaz de agir de forma que os outros não possam, mas sim da capacidade de processar informações de uma forma superior aos demais, ou ainda mais importante, estar disposto a agir de uma forma que a maioria simplesmente não está disposta.

Como Keynes disse, “é melhor para a sua reputação falhar convencionalmente do que ter êxito não-convencionalmente”.

Risco de manchar a própria carreira sempre foi um dos grandes limitadores de desempenho no mundo dos investimentos. A psicologia mostra o quão difícil é para investidores manterem posições conhecidas como “*lone wolf*”, contrárias a manada, onde se busca algo fora do convencional com uma visão de ultra longo prazo enquanto todos em wall street estão focados no próximo trimestre.

É possível obter lucros entendendo as mesmas informações de forma melhor do que a maioria. E também é possível obter lucros sendo capaz de se separar do coletivo, encarar riscos reputacionais e agir de forma original.

Por que há óbvias oportunidades não exploradas? Pode ser por risco de manchar a carreira: no auge da crise financeira, muitos sabiam que o mercado iria voltar com vigor já que tudo estava tão barato. Porém, seres humanos não são racionais – todos estavam amedrontados, receosos em perder seus empregos e quase ninguém foi corajoso suficiente para dizer: “eu serei o primeiro a assumir o risco”. O mesmo processo acontece em mercados de alta, quando os pessimistas são ridicularizados.

Oportunidades também podem surgir do simples desencontro de expectativas: Por que se importar com uma oportunidade maravilhosa com um horizonte de 10 anos quando você está preocupado com o próximo trimestre? Por que se importar em pesquisar algo não-convencional quando você está no meio de Wall-Street, almoçando diariamente com as mesmas pessoas, conversando sobre as mesmas ações e mesmos assuntos? A maioria das pessoas não fazem o esforço extra de sair da zona de conforto, visitar empresas e ver o dia a dia das empresas.

Com bastante frequência, essa casa é questionada sobre sua estrutura incomum e aparente falta de recursos: poucos analistas, poder de decisão centralizado e uma estrutura analítica baseada em ideias e não em setores.

Não ousaríamos nos comparar mas é fascinante perceber que os poucos investidores que se destacaram na história dos investimentos em ações foram aqueles que tinham processos similares aos nossos. Foram aqueles capazes de se isolar das distrações, do burburinho, e conseguiram processar informações de forma diferente.

Como é possível que o maior investidor de todos os tempos, se encontrava só num quarto de 10 metros quadrados na cidade rural de Omaha, Nebraska e obteve desempenhos consistentemente superiores aos grandes bancos de Wall Street, com seus exércitos de traders, relatórios e reputações?

Como é possível que a pessoa que definiu o que é ser um gestor de *hedge funds*, George Soros, decidiu em conjunto com seu sócio, Jim Rogers, basear seu escritório no lado de Manhattan oposto aos grandes bancos, justamente para não se expor àquilo que todos estavam pensando?

Mesmo no Brasil, observamos incríveis histórias como a da Tempo Capital, onde um único investidor, equipado com um computador de segunda linha e uma secretária, foi capaz de se destacar dos demais.

Como já foi dito, insanidade é fazer as mesmas coisas repetidamente e esperar resultados diferentes.

Esta casa se orgulha de ter seu próprio perfil, mesmo com imperfeições e desvantagens, mas com a capacidade de se isolar da maioria das distrações e poder se preocupar exclusivamente com nosso sagrado objetivo de encontrar alfa para nossos investidores.

-----//-----

Portanto, somando tudo o que foi dito, enquanto nós sinceramente admitimos que superar o mercado, para qualquer investidor, é uma tarefa incrivelmente difícil, nós também acreditamos que é possível. Há ineficiências no mercado a serem aproveitadas.

E o que faz o mercado ineficiente?

Nós mostramos três diferentes caminhos para encontrar alfa, e acreditamos que cada um deles tem um motivo para existir.

Para o primeiro, informações privadas, é simplesmente a falta de capacidade da maior parte dos participantes de obter informações necessárias

É importante notar que a busca por alfa é um processo dinâmico. A informação está sempre ficando mais e mais eficiente e é o trabalho do gestor, conseguir vencer o mercado em termos de alcançar únicas, melhores e mais rápidas e informações.

Para o segundo caminho, informações semi privadas, é o fato de que mesmo com os participantes sabendo aquilo que precisam saber, eles não são capazes de tomar atitudes em relação àquilo. Neste caso a vantagem competitiva está mais na estrutura em torno do processo de investimento do que em o quão bom você é.

E para o ultimo caminho, o motivo é que mesmo com os participantes podendo agir, eles não agem. E por que esta ineficiência que aparentemente é a mais fácil de ser arbitrada, não é?

Nós acreditamos que o mercado é simplesmente muito correlacionado. Não no sentido macro mas correlacionado como um todo.

As casas de Venture Capital são similares umas as outras – a maioria delas se situa no Vale do Silício e interage com os mesmos empreendedores

As empresas de macro passam seus dias procurando as mesmas tendências e seus empregados almoçam uns com os outros em restaurantes chiques em Londres ou Nova Iorque (ou no contexto brasileiro, no Leblon ou na Faria Lima), e eventualmente mudam de uma empresa para outra.

E ainda mais abrangentemente, o mercado é ocidentalizado demais, tem uma moldura muito estreita para aquilo que seria um bom negócio, está muito viciado em gestão de capital em vez de buscar retornos (uma versão corporativa do risco de manchar a carreira) e especialmente, seus participantes são receosos demais em fugir do pensamento da manada. Vamos encarar a realidade, somos um bando de pessoas sentados em escritórios parecidos, munidos de um terminal Bloomberg.

Além do que, investidores parecem ser muito parecidos um com os outros, currículos semelhantes, nas mesmas localizações geográficas, mesmos riscos reputacionais e círculos de amizades.

Não é de se espantar que décadas de pesquisas empíricas mostram que, contrário ao esperado, pequenas firmas de investimentos superam a performance das grandes. E ainda mais impressionante, uma quantidade surpreendente de “lone wolves” foram capazes de se obter melhores desempenhos.

Mas mesmo frente a essa realidade, todas as grandes gestoras de capital não hesitam em se gabar de ter mais analistas, ou tantos bilhões sob gestão. Mas tais atributos deveriam ser vistos como desvantagens pois as evidências mostram que no longo prazo não são estas empresas que conseguem as melhores performances. Além disso, alocadores de

recursos não deveriam priorizar tais firmas. Ainda assim, ter uma grande instituição na carteira é um objetivo recorrente da maioria dos gestores. Claro, eles também têm uma carreira na linha e assim como ninguém é mandado embora por “comprar IBM”, ninguém é mandado embora por alocar capital nas Blackstones e Bridgewaters que existem.

Isto é compreensível: somos uma espécie social. Se você é um investidor, é difícil ser confiante o suficiente para discordar da maioria. Se você é um alocador de recursos, é difícil ser o primeiro a dar uma chance a um novo e promissor gestor de capital que pode vir a ser sua melhor aposta ou uma grande vergonha. E então, o ciclo continua e as pessoas continuam esperando resultados diferentes das mesmas ações.

Nesta casa, nós tentamos atacar eficiências de mercado diretamente: não temos medo de fugir do convencional. Sabemos o quanto isso nos custará em termos de quantidade de ativos sob gestão. Nós não somos muito institucionais, digamos assim. Porém, devido ao nosso estilo próprio, é o caminho que decidimos seguir.

A boa notícia para nossos investidores é que com o passar do tempo nós nos tornamos ainda mais radicais quanto às nossas fundações: uma casa dedicada a alcançar alfa e não quantidade de ativos sob gestão. Se precisar de provas disso, lembre-se que nós dividimos nosso fundo em dois, perdendo investidores e aumentando custos administrativos, para ganhar a capacidade estratégica de alocar todo o nosso capital em oportunidades internacionais relacionadas aos BRICs. Um ano após essa mudança, não poderíamos estar mais satisfeitos com essa decisão. E acreditamos que nossos resultados falam por si só.

Então o que temos pela frente?

Esta casa certamente nunca será a maior e provavelmente nem mesmo a melhor, mas estaremos felizes em ser uma das mais rentáveis.

Toda empresa de investimentos é única. A FCL certamente é única. Acreditamos ter encontrado um nicho – um oceano azul, digamos – em oportunidades globais menos visadas pela maioria dos investidores, por serem:

- a. Ilíquidas
- b. Pequenas
- c. De natureza muito internacional
- d. Não-convencionais
- e. Pouco compreendidas e muito complicadas
- f. Excessivo horizonte de longo prazo

Nossa missão para os próximos anos e décadas será explorar tais oportunidades para nossos investidores.

Ainda mais importante, pensando sobre o futuro, mesmo que nunca sejamos comparados as grandes gestoras em termos de recursos, pessoal, e sim, ativos sob gestão, nossos números mostram que podemos competir e mesmo superar em termos de retornos ajustados por risco no longo prazo – na conquista do alfa. Este é o jogo que decidimos jogar.

Equipe FCL.

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)