

FCL*Capital*

Julho 2018

Algumas datas, nós nunca esquecemos. Seja em eventos internacionais marcantes (todos lembram onde estavam no dia 11 de setembro de 2001) ou em ocasiões pessoais: podemos facilmente lembrar do dia em que casamos ou o nascimento de um filho.

Uma data que este gestor sempre lembrará, mas que não deve ser relevante para a maioria das pessoas: 12 de janeiro de 2007. Foi nesta data, numa manhã fria e com neve, na pequena cidade de Omaha, Nebraska, que ele conheceu um de seus ídolos. Certamente, o homem que, com exceção de sua família, teve o mais profundo impacto na sua vida: Warren Buffett, também conhecido como o investidor mais bem-sucedido de todos os tempos.

O conteúdo desta carta pode ser mais pessoal do que a maior parte daquilo que escrevemos nesse espaço: será sobre nossa relação com os fundadores da Berkshire Hathaway como uma analogia para o relacionamento entre os mercados financeiros (e tudo que neles contém, preços de ações, volatilidade, circulação de notícias, e por aí em diante) e as empresas reais. Empresas que deixaram de ser apenas um projeto e conseguiram vencer no mercado.

Uma discussão a respeito das dinâmicas entre mercados financeiros e a economia real. E sobre nossa relação e admiração às duas pessoas que mais claramente compreenderam essas dinâmicas: Warren Buffett e Charles Munger.

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

Os verdadeiramente bons investidores em ações, geralmente passam por três diferentes estágios no seu estilo de investimento:

Primeiro, naquela que chamaremos de fase amadora, (onde a maioria dos investidores, incluindo muitos profissionais permanecem eternamente) o foco da atenção está nos *outputs* que o mercado financeiro lhes dá.

O que chamamos de outputs? Em primeiro lugar, os preços das ações. Eles se sentem animados quando as ações (e seus bônus) sobem, e depressivos quando caem. Em segundo lugar, também acompanham de perto o volume de mercado, o noticiário sobre as ações analisadas e, sejamos justos, as pesquisas e as opiniões de especialistas sobre as empresas.

Porém, se fosse sobre isso – pesquisas de ações, gráficos de volume diário, variação de preço, esta casa tem que admitir: os mercados de ações nunca fariam sentido intuitivamente para nós.

Como alguns de vocês já sabem, este gestor é membro da terceira geração de uma tradicional e respeitada empresa imobiliária no Rio de Janeiro. Desde que era criança, tudo que ele pôde observar: decisões cuidadosas, planejamento de longo prazo, cultivação da confiança, relacionamentos e respeito que uma empresa pode conquistar, seria um enorme contraste com os mercados financeiros se fossem apenas sobre o primeiro estágio. Seria como se ações e companhias viessem de dois mundos completamente distintos.

Os verdadeiramente bons investidores são capazes de alcançar o segundo estágio: eles entendem que ações são nada mais que pedaços de empresas. Alguém fundou tais empresas (sim, até Mark Zuckerberg ou Bill Gates, começaram com uma ideia) e através de tentativa e erro, esforço e perseverança, algumas dessas empresas alcançaram o mercado de ações (provavelmente o maior nível sonhado por um empreendedor). Portanto, no geral, empresas listadas são negócios bem-sucedidos (pelo menos em tamanho). Mas não se engane: ainda são negócios, assim como uma sapataria ou restaurante local. E ações são nada além de

comprovantes de propriedade de partes de tais negócios (por isso são chamadas, em inglês, de *shares*).

Por um bom tempo, após entrar na área financeira, me sentia um pouco envergonhado do meu passado: A maioria dos financistas, especialmente aqueles que estabelecem suas próprias empresas de investimentos, já foram *traders* em bancos ou corretoras. Uma típica notícia seria: chefe de mesa de operações super bem-sucedido no banco XYZ irá criar sua própria firma de investimento. Nós lemos notícias como essa corriqueiramente na Bloomberg.

Esta casa não teve que dar esse pulo. Nós viemos do lado real da coisa. Primeiro enxergamos os negócios por trás das cortinas para depois estabelecer nosso fundo. Nenhuma mesa de operações fez parte da nossa trajetória.

Por um tempo eu imaginava que isso seria uma grande desvantagem. Hoje em dia vejo que é uma enorme vantagem. Somente as pessoas verdadeiramente inteligentes conseguem enxergar além do primeiro estágio. Para realmente compreender uma empresa, e mais importante, as interseções dos negócios, a pulsação do mercado, a forma como empresas operam além dos relatórios financeiros e gráficos de preços. Esta casa não teve que dar esse pulo. Nós fizemos o caminho inverso. Nós não precisamos ser inteligentes para compreender empresas, nós só tivemos que conquistar o aspecto financeiro com CFAs e MBAs. Contra intuitivo, mas levando em consideração todos os fatores, provavelmente um caminho mais fácil.

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

Por meses eu havia pensado em qual pergunta fazer à Warren Buffett. Eu teria, é claro, apenas uma pergunta. Eu era um entre muitos estudantes, fazia parte da primeira turma de alunos brasileiros participando desta, que continua sendo uma tradição anual: Uma vez por ano, Buffett passa um dia com alunos de três faculdades diferentes, oferecendo sua perspectiva, dando conselhos e respondendo qualquer pergunta que fizermos.

Quão valiosa é uma oportunidade como essa? Levando em consideração que ele também leiloa um jantar anualmente no eBay, e o vencedor costuma desembolsar alguns milhões de dólares, e nós teríamos basicamente o mesmo de graça (gastando apenas o transporte a Omaha), isso já diz tudo.

Então, lá estávamos, uma turma de Stanford, uma de Harvard e o pessoal do Brasil.

Várias das perguntas que outros fizeram, eu achei que foram desperdiçadas. Porque se preocupar com algo específico quando você tem a mente financeira mais brilhante do mundo a sua frente? Um participante queria saber especificidades sobre a curva de juros... duh... pergunta para a Pimco.

Acredito que no início ele não estava muito confortável – nos colocou no fundo da sala. Mas após um tempo, impressionado com o alto nível das perguntas feitas pelo grupo brasileiro, ele abaixou a guarda: “o Brasil é grande, e isso tem diversas consequências. Haverá grandes vencedores neste grupo, com certeza.”

“Sim! Sim! Esse serei eu!” Eu queria me levantar e gritar, mas obviamente apenas pensei.

Quando finalmente chegou a minha vez de perguntar, eu podia lembrar palavra por palavra a pergunta que havia pensado há muito tempo, ainda no Rio, a seis mil milhas de distância, e tinha anotado num papel:

“Ao longo dos anos, você ficou famoso comprando empresas com as mais impressionantes e duradouras vantagens competitivas, e elas tiveram enorme sucesso. Qual é então a sua vantagem competitiva, como investidor?”

Foi uma pergunta que, após ter lido milhares e milhares de páginas sobre ele, eu podia atestar, ninguém havia lhe perguntado antes.

Ele estava próximo à nossa parte da plateia.

“É uma boa pergunta, você poderia repetir enquanto eu caminho de volta para o palco e penso na resposta?”

(Todos riram)

A pergunta foi repetida.

A resposta que ele nos deu foi exatamente aquela que eu imaginava ele daria. Por ser a simples verdade.

“Qual é a minha vantagem pessoal como investidor?” ele disse.

Simples: “Sou racional”.

Isso, é claro, simplifica muito a realidade. Mas simplesmente ser racional ter bom senso já te coloca à frente. A Berkshire nunca fez nada muito complexo ou brilhante. Simplesmente evitaram a burrice. Caso o melhor a se fazer fosse não comprar uma ação sequer, durante um ano inteiro, eles não compravam. Soa fácil. Mas quantos foram capazes de fazer isso?

A segunda parte de sua humildade está provavelmente relacionada ao fato dele não saber porque ele se saiu tão bem. Muito é dito sobre outliers e a verdade é que, nem mesmo eles próprios sabem exatamente as razões de seus resultados extraordinários.

Pessoas super bem-sucedidas normalmente levantam os ombros quando perguntadas sobre seu segredo. Centenários às vezes admitem que não sabem o segredo da própria prosperidade. Recentemente, Roger Federer, após vencer mais título de grand slam, de forma pouco característica para ele mesmo, deixou escapar um momento de auto-surpresa em seu discurso de agradecimento, com o troféu em mãos: “Sabe, eu sou apenas um cara da Basileia que pensava sobre ter uma carreira como jogador de tennis profissional... eu realmente não esperava nada disso.”

Até Charlie Munger, parceiro de Buffett de longa data falou:

“Na verdade, o que eu sempre quis, sempre me dediquei para, era uma vida com independência financeira. Eu só acabei, sem querer, passando muito disso.” (risos)

Dito isto, nós podemos apontar os muitos diferenciais que Warren Buffett tem sobre outros investidores.

Primeiro que ele literalmente sempre esteve distante da massa. Estando na remota cidade de Omaha, Nebraska, e tendo a maior parte de sua carreira antes da chegada da internet, Buffett e Munger se tornaram pensadores independentes. Simplesmente, não havia tantas pessoas por perto, interessadas em ações e investimentos. Contraste isso com o lugar onde toda a ação ocorre: Wall Street ou Londres. Você dificilmente passará 5 minutos sem ouvir uma opinião forte sobre uma ação específica que irá “subir até a lua” ou “cair a zero”. Como Buffett mesmo disse: “para ser um investidor de sucesso é preciso ser um pensador independente”.

Mas uma segunda vantagem vem direto da primeira: estando longe de toda essa atividade, Buffett se tornou um pensador de longo-prazo. Ele se envolveu com o que é atualmente chamado de “arbitragem de tempo”, em outras palavras, ele percebeu que os mercados de ações podem ser razoavelmente eficientes no curto prazo, mas não super eficientes no longo prazo. É lá que estão a maioria das oportunidades mais óbvias e é onde ele focou sua carreira.

Uma Terceira vantagem: o poder dos incentivos. Buffett não tinha benchmarks ou metas de curto prazo para alcançar, e assim podia ter uma visão holística.

Quarto: despreocupação com convenções e foco em ganhos compostos e resultados. Como Munger colocou: nós apenas éramos bons em identificar as coisas inúteis e descartá-las. Certamente, um gestor que só fica sentado em sua cadeira e não faz nada o ano inteiro, com certeza seria mandado embora antes do Natal. Buffett fez isso diversas vezes (provavelmente o único investidor profissional a fazer isso) e ele acabou se tornando o maior investidor do mundo.

Mas para esta casa, o último e menos discutido aspecto sobre as vantagens competitivas de Warren Buffett é o seguinte: o melhor gestor de fundos não tem sido um gestor de fundos por muitos anos. Ele é, tecnicamente falando, o CEO de uma empresa pública, que participa do mercado de ações e mercados de investimentos privados e diversas outras atividades de longo prazo, incluindo seguros.

Esta casa acredita que uma vantagem ainda maior do que a oportunidade de arbitragem de tempo é a oportunidade de arbitragem de estrutura de investimentos. Nós levantamos este assunto muitas vezes em cartas passadas: é a analogia do mundo de investimentos de dirigir uma Ferrari contra uma equipe pequena de Formula 1: você tem o equipamento melhor.

Buffett nunca teve que lidar com saques, NAVs diários e outros problemas e distrações que muitos gestores de fundos enfrentam. Isso, em conjunto com seu enorme talento permitiu que ele se desenvolvesse e se destacasse.

“Eu sou racional” disse Buffett. E é justamente aquilo que o distinguiu. O primeiro ingrediente foi certamente seu enorme talento. Mas como ele poderia ser tão racional num mundo onde ninguém mais consegue?

A resposta está nas estruturas e tradições do mundo de investimentos. A resposta está naquilo que deixa gestores de fundos acordados à noite. Saques? Buffett nunca teve que lidar com isso. Horizonte de curto prazo? Ele tinha uma permanente e incomum estrutura de capital. Flexibilidade para enxergar além de horizontes de investimento e classes de ativos? Ele estava à frente de uma holding e não de um fundo.

“Eu sou racional” disse Buffett. Sim, claro que é. Sua maior genialidade não é somente habilidade para investir, mas moldar uma vida, incluindo

sua cidade natal, seus veículos de investimento, seus incentivos, isso permitiu que ele se distinguisse nesse sentido. Em outras palavras, ele se permitiu ser racional.

Como Charlie Munger apontou no aniversário de 50 anos da Berkshire Hathaway em 2015, “nossa estrutura de holding tem sido um sucesso tão grande, que estou surpreso que os outros não estão tentando nos copiar”.

Eu sei porque não estão, disse Buffett: “Porque não muitas pessoas que querem enriquecer devagar”.

Então, se o primeiro passo na jornada de um investidor é olhar os preços de ações, o segundo passo é compreender as dinâmicas por trás das ações e que ações não são nada além de partes de um negócio do mundo real. E aqui vem a parte final da curva de aprendizado de um investidor: Você deve pensar, não em termos de preços de ações, nem mesmo em termos de empresas individuais, mas deve pensar em você, seus ativos como um portfólio.

Ainda mais importante do que ser dono de um bom negócio é entender quais são as suas fraquezas, o que fará você ganhar dinheiro, perder dinheiro (sua *factor allocation*, no jargão do momento), e ainda mais importante, como limitar seu *downside*.

Por exemplo, esta casa acredita ter uma bela e importante missão para famílias e donos de negócios no Brasil: muitos deles, a pesar de serem bem-sucedidos, estão incrivelmente sub alocados em qualquer outro país ou moeda. Em outras palavras, apesar de seu sucesso, seu portfólio ainda irá crescer ou diminuir dependendo das circunstâncias de uma única economia, e ainda pior, uma economia bastante volátil.

Este problema é agravado por perversos incentivos: quando um dono de negócios resolve alocar parte do seu capital para investimentos, e criar sua cesta de ovos, legiões de bancos brasileiros e gestores, numa indústria que ainda ignorada o mundo lá fora, irão prontamente sugerir muitas opções de investimentos para esta pessoa, que irão aumentar ainda mais sua exposição à economia brasileira.

Esta casa já disse diversas vezes que a melhor forma de enxergar nossos fundos seria como uma participação pessoal numa holding de investimentos que carrega posições minoritárias e de longo prazo em diversas empresas globais de alto potencial. Quanto ao terceiro passo: qual é o portfólio? O que você está levando? Nós acreditamos que nossos investidores, incluindo nós mesmos, os gestores, estamos levando uma cesta diversificada de ótimas empresas do século 21: nós temos mais exposição a empresas de tecnologia, BRICs (tanto em nossas empresas chinesas, indianas e brasileiras, como em nossas empresas americanas e europeias que estão ligadas aos BRICs) e ao mesmo tempo, um portfólio com uma razão P/E muito menor do que aquela do S&P500.

Isso não quer dizer que sabemos com certeza que nosso fundo superará a concorrência, especialmente no curto-prazo. Mas voltando ao Buffett: quanto maior o horizonte de tempo mais fácil é enxergar a oportunidade de arbitragem, porque ninguém irá impedir o fato de que a tecnologia e os BRICs terão cada vez mais impacto em nossas vidas.

Warren Buffett e Charlie Munger certamente entenderam o poder de incentivos perversos melhor do que a maioria. Em meio a muitas frases brilhantes, sua falta de paciência com relatórios financeiros maquiados, Munger disse: “Sempre que leio ‘lucro Ebitda’ eu entendo ‘lucro mentiroso’” e Buffett expressava seu desprezo por IPOs concorridos: “gosto de coisas que não estão sendo disputadas, gosto de leilões sem compradores, onde vendedores não querem inflar preços”.

Tendo lido seus textos por mais de uma década, e vendo o atual noticiário. O fascínio pelas ações FANG (Facebook, Amazon, Netflix e Google), as novas avenidas para lucros em Wall Street (novos ETFs que fazem o mesmo que seus antecessores, novas formas de alocar subprime com nomes diferentes) é difícil evitar a sensação de que a história não se repete, mas rima.

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

Esta carta não tem o objetivo de exaltar Warren Buffett e Charlie Munger. Para esta casa, eles são certamente, grandes inspirações, mas são apesar de tudo, seres humanos, e como seres humanos eles erram e têm opiniões e posições, das quais nós discordamos.

Buffett apoiou a invasão do Iraque. Charlie Munger fala publicamente sobre seu desprezo por criptomoedas e blockchain, uma posição que acreditamos ser extremamente pretenciosa de mente fechada. Mas como eles acertaram apostando contra a bolha da internet e acertaram em quase todas as suas apostas no último meio século, é difícil para qualquer outro ser humano evitar a sensação de que eles estão enxergando padrões e vendo tudo se repetir. É certamente difícil para esta casa conseguir ter pensamentos independentes o suficiente para poder deixar tais opiniões completamente de lado.

Mas ainda mais importante do que estar consistentemente certo, há algo a mais nessa história. Desde sua graciosidade ao compartilhar seus insights e opiniões, sua falta de ganancia de curto prazo, sua reputação impecável, até acima de tudo, sua sabedoria, que acreditamos ser aplicável em diversas partes das nossas vidas,

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

Uma pequena história final sobre graciosidade, e não em público, quando ninguém estava olhando para escrever sobre ele – quando 12 de janeiro de 2007 estava chegando ao seu fim. Após três horas de perguntas e respostas com Warren Buffett, na sede da Berkshire Hathaway (algo além dos meus maiores sonhos) e visitas à duas empresas da Berkshire, Nebraska Furniture Mart e Borsheims Jewelry, tivemos um lanche no Borat's, o restaurante de carnes favorito do Warren, tudo pago por ele para cerca de 150 estudantes.

Após isso e alguns suvenires que nos foram dados, uma atração final: cada um de nós teria alguns segundos para tirar uma foto com ele. Isso é para um garoto buscando uma carreira em finanças, a selfie extrema: você e o cara.

Nós rapidamente formamos uma fila e esperávamos ansiosamente a própria vez. Alguns tiraram fotos sussurrando em seu ouvido, como se estivessem dando uma dica de investimento. Outros tiraram notas de um dólar e pediram seu autógrafo.

Como era o dia mais frio do ano, todos tiveram que improvisar: tiramos as fotos dentro do restaurante, lotado e cheio de luzes e espelhos.

Dei um abraço nele e pedi que alguém tirasse a foto.

Depois de mim, algumas dúzias de estudantes querendo sua vez de estar com alguém que é tido no mundo dos investimentos como um deus.

A fila começou a diminuir gradualmente. O almoço já estava sendo servido e de lá cada grupo universitário e Buffett iriam voltar para seus respectivos caminhos.

Para o meu terror, quando me sentei para almoçar e celebrar com alguns colegas eu percebi que minha foto tinha sido desperdiçada. Com os espelhos e luzes ao redor, não era possível sequer perceber que era eu e Warren Buffett naquela foto. Estava completamente fora de foco.

“Tudo bem”, eu tentei me consolar. “Só de estar aqui, poder fazer minha pergunta, visitar a Berkshire, já é mais do que eu poderia sonhar”.

Eu olhei para o Warren, a uns dez metros de distância, se preparando para sentar e almoçar em outra mesa. A fila já não existia mais. Ele havia cumprido seu dever. Pacientemente pousou com cada um dos 150 estudantes. Algo clicou em mim por algum motivo. Me aproximei dele novamente, sabendo que não deveria.

“Você se importaria em tirar mais uma foto comigo?”

É engraçado pensar que a única coisa que eu falei para a mente mais brilhante do mundo dos investimentos foi uma requisição.

Ele poderia ter dito não. Ninguém estava olhando. Era até mesmo um pouco injusto: todos tiveram apenas uma foto, foi minha culpa não aproveitar minha chance. Ele tinha direito de querer comer seu almoço.

Ele imediatamente sorriu: “Claro, sem nenhum problema!”

Levantou-se de sua cadeira e pousou novamente.

A segunda foto também não ficou perfeita, estávamos na era pré-smartphones.



Mas onze anos depois, ainda não tem um dia em que eu não olhe para ela na minha sala.

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)