

FCL*Capital*

Outubro 2018

Se algum dia, caro investidor, você achar que a vida tem um jeito curioso de não ligar para os fatos e que o mundo cria e mantém crenças que não fazem sentido, pare um instante para pensar num homem chamado George Price.

Ele foi uma das mentes mais brilhantes do século 20 e um gênio da ciência que o tempo esqueceu e a história nunca deu o seu devido crédito.

Nascido nos EUA, após ter trabalhado no Manhattan Project, Price se mudou para Londres para trabalhar num laboratório durante a segunda metade do século 20, onde ele esteve profundamente envolvido em não só um, mas três incríveis marcos científicos. Primeiro, uma tese inovadora sobre seleção de parceiros, com a nova equação Price¹, que sustentou a tese de seleção de grupos²; uma notória evolução para as teorias de Darwin. Segundo, introduziu o conceito de estratégia evolucionária estável³ (ESS), um conceito central na teoria dos jogos⁴. E terceiro, formalizou o teorema fundamental de Fischer sobre seleção natural⁵. Em suma, ele foi um dos principais agentes que levaram a diante o trabalho de Darwin durante o século 20, enquanto proporcionou à humanidade grandes avanços em biologia, ecologia e até mesmo economia.

Como é o caso em muitas mentes brilhantes, seus conflitos pessoais o afetaram: em 1970 Price se tornou uma pessoa fervorosamente religiosa. Ele se converteu ao Cristianismo e começou a passar incontáveis horas estudando a bíblia, especialmente o novo testamento.

Sua mente não deixou de notar que suas crenças religiosas começavam a colidir de frente com as teorias sobre evolução natural, as quais ele mesmo era reconhecido por ter produzido. O mundo tinha essa chata tendência de não funcionar conforme sua crença e sua moral.

1 https://en.wikipedia.org/wiki/Price_equation

2 https://en.wikipedia.org/wiki/Group_selection

3 https://en.wikipedia.org/wiki/Evolutionarily_stable_strategy

4 https://en.wikipedia.org/wiki/Game_theory

5 https://en.wikipedia.org/wiki/Fisher%27s_fundamental_theorem_of_natural_selection

Mais tarde, também interessado em economia comportamental, ele desenvolveu uma teoria matemática de gentileza e altruísmo, e foi basicamente forçado a concluir que altruísmo não existe: todo ser humano, quando faz algo, espera algum retorno do universo.

"The best the natural process can do is a kind of second-hand kindness, a selflessness which is not really selfless but rather very much selfish"

"O melhor que o processo natural pode fazer é um tipo de gentileza de segunda mão, um altruísmo que na verdade não é altruísta, mas sim, muito egoísta". (George Price)

Tentando refutar sua própria teoria sobre altruísmo, ele começou a viver uma vida incrivelmente altruísta: ele dividia sua casa com pedintes aleatórios, em ocasiões, com dezenas de pessoas. Ele doou todo o seu dinheiro para a caridade. Mas mesmo assim, a verdade sobre a humanidade o tornava cada vez mais depressivo.

Com o passar dos anos ele virou uma pessoa triste e isolada, justamente por causa das suas descobertas. Quanto mais ele estudava a evolução, mais claro era o fato que seu amado deus, caso realmente existisse, era uma um deus ausente. Quanto mais ele estudava o altruísmo, mais nítido era o fato de que não existe na espécie humana.

Em 6 de janeiro de 1975, em seu laboratório, ele cortou sua artéria carótide com uma tesoura e terminou sua vida.

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

De uma forma menos extrema, George Price tem estado nos pensamentos da equipe desta casa nesse último mês. Poucas vezes tivemos a sensação como temos agora, e que com certeza ele também teve, de tamanha dicotomia entre a teoria – ou, aquilo que deveria ser – e a prática, a forma como a realidade se desdobra de forma tão impressionante.

Os mercados de ações internacionais tiveram seu pior mês desde 2012.



Retornos em USD para Outubro: FCL Opportunities: -5,65%, S&P500: - 7,28%, MSCI World: -7,60%

O interessante é que mesmo esse desempenho está longe de ser uniforme: durante esse ano, o sobrevalorizado mercado de ações americano continuou em alta enquanto as barganhas e os mercados depreciados, especialmente na China, continuam encontrando novas baixas. Não deveria ser dessa forma. A teoria diz que empresas com maiores taxas de crescimento deveriam ter múltiplos maiores. E a composição de PIB chinês mostra que mesmo se houvesse uma guerra comercial o país não seria tirado do seu caminho de crescimento.

Então como é possível a teoria e prática divergirem tanto, a ponto da realidade não fazer nenhum sentido no curto prazo?

Essa é uma das partes dolorosas de ser um investidor de valor de longo prazo: pode demorar até o mundo se tornar racional mais uma vez. E você nunca sabe exatamente quando acontecerá. É por isso que nos sempre repetimos o mantra de que uma base de investidores alinhada e orientada para o longo prazo é uma das maiores vantagens competitivas desta casa.

E já que essa é uma estratégia reconhecidamente dolorosa, porque nós a utilizamos? Simplesmente, porque é a única forma comprovada de ganhar do mercado.

A boa notícia é que, apesar de não podermos prometer retornos, nós acreditamos que o mercado parece ter alcançado seu piso. Nós também acreditamos que esse é o melhor ponto de entrada desde que abrimos o fundo no início de 2017: nós temos um portfólio melhor de empresas sendo negociadas por maiores descontos do que quando iniciamos nossas atividades.

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

Viés de confirmação?

Vamos dar um passo para trás: como somos empiristas – é mesmo verdade que o mercado não deveria estar se comportando da forma como está no momento? Estamos negando a realidade? Será que estamos simplesmente errados e tentando culpar a irracionalidade do mercado? É um questionamento justo.

Num fantástico artigo chamado “Porque fatos não mudam nossas ideias”⁶, o autor James Clear argumenta que como os seres humanos amam fazer parte de grupos, sempre que os fatos colidem com nossa identidade e, portanto, com nossa lealdade com nossos hábitos, e principalmente com as pessoas mais próximas – será a identidade e não o fato que sobreviverá.

⁶ <https://jamesclear.com/why-facts-dont-change-minds>

Então é essa a razão? Essa casa é culpada de não enxergar a verdade?

Como publicamos cartas mensais com nossas posições em empresas investidas, é difícil para nós admitirmos que cometemos erros ou estamos tentando manipular os fatos?

Apesar de sermos seres humanos e não imunes a esses tipos de erros, nós não acreditamos que este é o caso no momento eu que escrevemos essa carta, final de 2018.

Alguns dados de empresas que investimos podem fazer você julgar por si mesmo. Abaixo, uma tabela de receitas, Ebitda (medida de geração de caixa) e preços de ações para as duas ações mais depreciadas em nosso portfólio neste ano, YY e Vipshop. Ambas empresas de internet chinesas (e curiosamente, ambas fazem parte do setor que é provavelmente o mais imune a uma guerra comercial).

YY	2016	2017	2018 (Cons)
Revenue	¥8.204,00	¥11.594,00	¥15.563,00
Ebitda	¥1.959,00	¥2.902,00	¥3.030,00
Stock Price	\$40,58	\$113,06	\$63,90

Vipshop	2016	2017	2018 (Cons)
Revenue	¥56.591,00	¥72.912,00	¥86.460,00
Ebitda	¥3.730,00	¥3.804,00	¥3.264,00
Stock Price	\$11,07	\$11,72	\$4,86

Nos parece claro que não foram os resultados operacionais que puxaram os preços das ações para baixo. Foi algum outro fator exógeno. As empresas estão indo muito bem: aumentando suas receitas e geração de caixa, como devem.

Então porque o desempenho ruim? Claramente, observando o Mercado chinês como um todo vemos a explicação: foi o mercado que caiu de um precipício, não as nossas empresas. Elas simplesmente foram puxadas junto com o mercado.



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

A pergunta de um milhão de dólares – o fator *timing*.

Na virada do novo milênio, no ano 1998, diversos investidores estavam convencidos de que as ações de tecnologia da Nasdaq estavam sobrevalorizadas, com preços irracionais.

Muitas empresas eram negociadas por valores centenas de vezes maiores que suas receitas anuais. Algumas, não tinha sequer vendas e valiam bilhões de dólares. Alguma não pareciam ter modelos de negócios viáveis. Mesmo assim, seus fundadores eram bilionários no papel, estampando as capas das revistas de negócios.

Alguns audaciosos gestores de fundos decidiram que aquilo bastava. Eles começaram a apostar contra a Nasdaq em 1997 (naquela época os fundos de investimento eram menores do que são agora).

Quase imediatamente, as mais famosas empresas de tecnologia da época começaram a subir de preço. O ano passou e o corajoso grupo que apostou contra a Nasdaq, aumentou sua aposta. Eles estavam sendo ridicularizados. Outros gestores de fundos e empresários do ramo de tecnologia reportavam diariamente como era uma aposta estúpida.

O caminho previsível para gestores de fundos ocorreu: retiradas, desempenho abaixo do esperado, humilhação pública. CEOs das empresas de tecnologia riam deles.

Alguns gestores decidiram ir “all in” no ano seguinte. Eles sabiam que o mercado estava numa bolha. Era questão de tempo. Eles aumentaram suas posições contra a Nasdaq, basicamente apostando tudo que o mercado cairia de um penhasco.

O Mercado, de fato pareceu que ia cair na primeira metade de 1999 e os gestores começaram a parecer estarem certos. Porém, algo incrível ocorreu: o Mercado recuperou seu irracional otimismo e terminou o ano

na sua máxima histórica. Muitos gestores foram a falência e tiveram que fechar suas empresas.

Como sabemos, suas teses fundamentalistas estavam certas: em abril de 2000 a Nasdaq começou a cair novamente, ficou nítido que o mercado estava negociando valores irracionais e eventualmente a Nasdaq perdeu 80% do valor de suas máxima durante os próximos anos.



Nasdaq: 1995 - 2005

Isso nos traz ao fator *timing* – tão importante quanto estar certo é quando estar certo.

Para esta casa o aspecto mais curioso do fator *timing* é o fato de que o que separa a genialidade da estupidez é simplesmente que o mesmo curso de ações em diferentes momentos leva a caminhos completamente distintos.

Uma das frases favoritas desse gestor é: “o que o sábio faz no início o tolo faz no fim”.

E não somente nos mercados financeiros. Numa fantástica palestra da TED o investidor Bill Gross argumenta que é a única razão para a falência de algumas *start-ups* enquanto outras muito similares se tornam empresas multibilionárias.

De fato, uma incrível lista que circulou na imprensa financeira no início dos anos 2000 mostrava “as 15 mais bizarras ações de tecnologia que falharam”. Previsivelmente, o propósito era zombar das empresas que faliram.

Mais de 20 anos depois, como um investidor de firma de venture capital A16 nota, muitas daquelas ideias “bizarras” ressurgiram em novas versões, Uber, Youtube, Spotify e até mesmo Pets.com. Talvez a ideia mais famosa daquela suposta era de excessos seja até – se pararmos para pensar – uma excelente ideia. Mais uma vez, foi o timing que decidiu seus destinos. Elas não eram más ideias. Elas só chegaram um pouco cedo.

Mas o timing traz algumas lições valiosas: Já que nunca podemos prever quando algo irá começar a dar certo e se comportar normalmente, controle de risco, nunca apostar contra a banca e estar aberto a ser provado errado sempre serão fatores primordiais para um investidor que deseja estar nesse jogo para o longo prazo.

Durante os últimos 20 meses, ambos os nossos fundos entregaram, em nossa opinião, desempenhos sólidos, apesar deste último mês.

7 https://www.ted.com/talks/bill_gross_the_single_biggest_reason_why_startups_succeed



FCL Opportunities retornos acumulados em BRL desde o início do fundo em 30/01/2018

Resumindo, a missão do FCL Opportunities é entregar desempenho em dólares, no longo prazo, superior a qualquer outro fundo global de ações. Nossa estratégia para isso é focar em transformações de longo prazo nas economias dos BRICs e das empresas relacionadas a eles.

Nosso fundo FCL Hedge é focado em exposição às melhores ideias brasileiras, oferecendo um rígido controle de risco e com o objetivo de superar o CDI, ao mesmo tempo sem correr grandes riscos.

O objetivo dessa casa para o nosso fundo Oportunities é alcançar retornos de pelo menos 20% ao ano, claro que tendo alguns anos abaixo que são compensados por anos de alto desempenho. Isso é parte do plano. E portanto, não temos razões para achar que não Podemos alcançar nossos objetivos. Vendo no longo prazo, outubro foi apenas uma pequena queda e é previsível que meses ruins como este irão ocorrer.

Como Howard Marks gosta de dizer, o mercado se move como um pêndulo: às vezes as pessoas estão eufóricas demais, com medo de perder uma grande oportunidade, e às vezes estão completamente amedrontadas e não conseguem agir mesmo com a oportunidade em suas

mãos. Esses deveriam ser os momentos de entrar com tudo no mercado. É quando as oportunidades surgem. “Compre quando há sangue nas ruas” um investidor esperto já dizia.

Essa casa acrescentaria que o mercado não só se movimenta em círculos, mas também a cada momento há pessoas tentando racionalizar o que está acontecendo. Com certeza, imaginamos que tal pensamento intrigaria George Price: ele sabia que as pessoas não sabem todos os fatos. Nós simplesmente criamos explicações falhas, para fingir que entendemos o que ocorre e que está tudo sob controle.

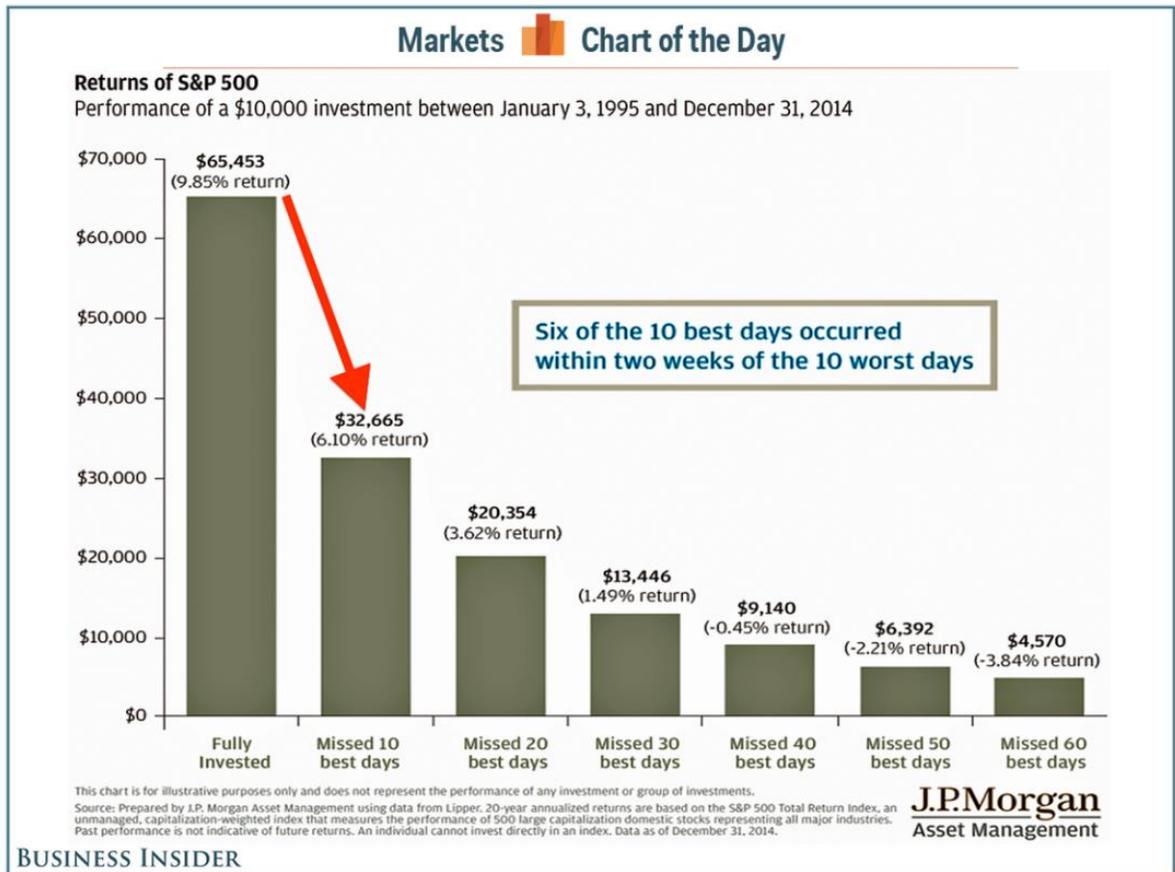
Como sabemos, a única forma de ganhar do mercado é estar afastado do consenso. Se um investidor fizer tudo de acordo com o consenso, inevitavelmente ele terá o mesmo retorno que o mercado. Mas como estar afastado do consenso é o único caminho para obter alpha, inevitavelmente esse caminho passará por momentos de baixo desempenho. É quase como uma lei, você só será capaz de ganhar do mercado se for capaz de aguentar os períodos de baixa performance. Curiosamente, enquanto o desempenho médio de longo prazo do S&P500 está em torno de 10%, como Buffett observa, em raros anos o resultado fica perto dessa média, normalmente sobe e cai bastante.

E quão difícil é estar afastado do consenso? Muito difícil, até mesmo para investidores profissionais.

Todos os dias ligamos a Bloomberg e vemos especialistas nos assegurando de que o mercado está se portando daquela forma por este ou aquele motivo.

Esta casa não dá muita atenção a tais explicações. Nós tentamos ser científicos no nosso método. Como está escrito na parede da sede do Google “dados, não opiniões”. Nossos inputs são balanços patrimoniais, demonstrativos e projeções das empresas que investimos. Nós tentamos deixar o emocional de fora quando chegamos para o trabalho.

Não é fácil, com certeza. E um método que com certeza parece mais árduo do que simplesmente estar de fora durante momentos ruins. Porém, no longo prazo, é mais rentável. Como estudos acadêmicos provam, como ninguém consegue saber exatamente quando o mercado irá virar, a melhor ideia é estar investido em ações todo o tempo. Apenas, não estando investido nos melhores 10 dias do mercado num período de 20 anos, diminuiria dramaticamente os seus retornos de longo prazo. E geralmente tais dias de ouro são justamente quando o mercado está no piso e vira.



Em outras palavras, se você esperar de fora, enquanto espera o mercado virar, quer dizer que você perderá os melhores dias do mercado e diminuirá seu desempenho de longo prazo. Quando é possível perceber que o mercado está virando, quase que por definição, já é tarde demais.

Portanto, o mais racional é permanecer investido, diligente e redobrar os esforços em análise. E nossos investidores podem ter certeza, agora e sempre, que isso é exatamente o que continuaremos a fazer.

Nós agradecemos nossos investidores por nos apoiarem durante períodos positivos e negativos e estamos confiantes que nosso produto entregará retornos de logo prazo muito satisfatórios ajustados para o risco incorrido. Algumas tempestades podem fazer o navio balançar, mas em frente continuamos navegando.

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)