

ALASKA

ASSET MANAGEMENT

CARTA SEMESTRAL

2º Semestre de 2016

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

No segundo semestre de 2016, o Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I registrou +46,93%, ante +4,83% do IPCA+6% (benchmark), +6,77% do CDI e +16,89% do Índice Bovespa.

	2S16	2016	Desde Início
Alaska Black	46,93%	129,21%	95,44%
Ibovespa	16,89%	38,93%	6,11%
IPCA + 6% a.a.	4,83%	12,64%	87,68%
CDI	6,77%	14,00%	67,55%

A composição do desempenho do semestre por setor é mostrada abaixo:

Estratégia	2S16
Consumo	19,60%
Hedge	12,98%
Petroquímicos	8,15%
Papel e Celulose	5,83%
Custos	5,24%
Industrial	4,32%
Logística	3,22%
Saneamento	1,94%
Caixa	1,17%
Shopping	0,16%
Arbitragens	-1,39%
Imobiliário	-1,60%
Tecnologia	-2,20%
Total	46,93%

O fundo encerrou o 2º semestre de 2016 com as seguintes características:

1. Investimentos e Desinvestimentos: No segundo semestre, desinvestimos de quatro empresas, duas delas no setor de shopping center, uma no de logística e a última de saneamento. Adicionamos sete empresas: duas no setor de tecnologia, uma no setor de consumo, uma no setor de petroquímicos, e duas empresas primariamente

exportadoras. Terminamos o semestre com 13 empresas na carteira.

2. TIR: A taxa interna de retorno esperada do portfólio de empresas projetada por nós subiu de 26,37% no fim do 1º semestre de 2016 para 29,52% ao ano, no fim 2º semestre de 2016, mesmo com o fundo tendo um rendimento positivo. Isso só foi possível pois rotacionamos o portfólio em direção à ativos ainda mais descontados.
3. Proventos: o fundo recebeu no 2º semestre deste ano cerca de R\$ 1,236 milhão em proventos das empresas (dividendos e JCP - juros sobre capital próprio).
4. Outras Receitas: no 2º semestre de 2016, o fundo teve um resultado positivo de cerca de R\$ 9,823 milhões em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge e remuneração sobre o caixa.

Na tabela abaixo, mostramos quanto o lucro líquido e as receitas das empresas que investimos representam do patrimônio líquido do fundo. Como enxergamos o fundo como uma holding, vemos a carteira de hoje versus a carteira que tínhamos um ano atrás.

% do PL do fundo	2S15	2S16	Varição
Receita Líquida	194,27%	164,88%	-15,1%
Lucro Líquido	2,06%	3,89%	88,7%

“A história não se repete, mas rima” - Mark Twain

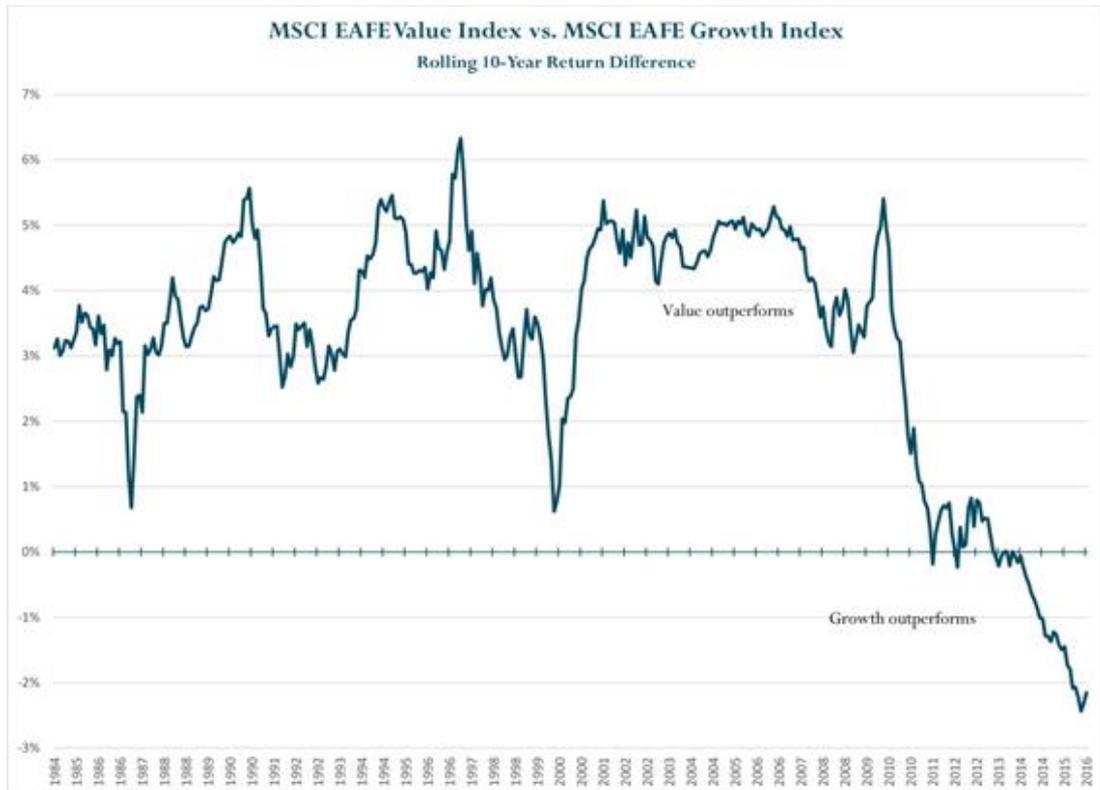
Howard Marks é um dos melhores, e talvez um dos mais eloquentes, gestores de fundos americanos. Desde que fundou a Oaktree Capital Management produziu, além de excelentes retornos, uma série de cartas abertas onde comenta diversos tópicos relevantes à prática de investimentos. Em uma delas, afirma *"Há duas regras que podemos sempre confiar: Regra número 1: a maioria das coisas se provará cíclica. Regra número 2: Algumas das grandes oportunidades para ganho e perda acontecem quando as pessoas esquecem a Regra número 1."* Ciclicidade do mercado não é um assunto novo para nós, já comentamos em outras cartas como se desenrola um grande ciclo de mercado ao longo dos anos, desde o momento de profunda depressão até o auge da euforia. O que deixamos de abordar na ocasião é o fato dos ativos não se comportarem uniformemente nestes momentos. Ações não sobem todas juntas ou caem de forma coordenada. Certas ações, com características semelhantes, despencam rapidamente em tempos de crise para depois decolarem na hora da retomada, enquanto outras caem pouco nas crises, porém não sobem tanto quando o bom humor retorna. Uma de nossas funções é saber o porquê isso ocorre, e como é a melhor maneira de se aproveitar deste comportamento típico do mercado acionário.

Aprendemos através de dados históricos que há uma categoria de ações que se sobressai em relação às outras: as baratas (*Carta Trimestral do 4º Trimestre de 2015*). Mas essa superioridade se desenvolve ao longo de vários anos. Em certos momentos da história, as ações mais caras (que embutem maior expectativa de crescimento, e/ou menores taxas internas de desconto) ficam ainda mais caras, e as mais baratas (que precificam menor expectativa de crescimento e/ou maiores taxas internas de

desconto), ficam ainda mais baratas, como no final da década de 1990 nos EUA.

No entanto, há bons gestores dos mais variados estilos. **Seth Klarman**, gestor e autor do livro *“Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor”* investe sempre em empresas consideradas baratas (também denominadas *“value”*), com muito desconto a seus valores patrimoniais, por exemplo. **Phillip Fisher**, outro grande investidor e autor de uma série de livros, sempre buscou empresas com grande potencial de crescimento. **Warren Buffett** iniciou a carreira buscando por empresas baratas, e, depois de sua associação com **Charlie Munger**, passou a investir majoritariamente em empresas que podemos rotular de *“high quality”* ou *“growth”* (retornos sobre o capital investido elevado, altas barreiras de entrada, marcas conhecidas, entre outras). Apesar de procurarem características consideravelmente diferentes, os três investidores citados conseguiram sucesso extraordinário. Isso se deve ao fator *“habilidade”*, que discutiremos em cartas futuras.

Apesar de ser possível ter um bom desempenho no longo prazo em todas as categorias de ações, sabemos que em prazos mais curtos suas rentabilidades podem variar significativamente. O gráfico abaixo nos mostra o desempenho relativo numa janela corrida de 10 anos entre ações classificadas como *“de crescimento”* e ações *“de valor”* desde 1984:



Fonte: Morningstar

Nos últimos anos houve uma diferença enorme de desempenho entre as duas categorias (“valor” e “crescimento”), principalmente no período pós-crise de 2008, quando as ações de empresas com resultados mais resilientes e previsíveis conseguiram melhores retornos que aquelas mais dependentes do crescimento da economia mundial. Isso ocorreu majoritariamente pela combinação de dois fatores que favorecem as companhias com resultados mais previsíveis: grande incerteza macroeconômica, que levou à busca por “segurança”, e baixas taxas de juros no mundo, que favoreceram as ações de empresas conhecidas como “*bond proxies*”, ou seja, as empresas que se assemelham aos títulos de renda fixa pré-fixados (juros caem, os preços sobem).

No Brasil não foi diferente, e os efeitos foram ainda exacerbados pela profunda crise institucional e econômica dos últimos anos.

Isso leva a certos tipos de comportamentos que aprofundam a distorção de preços entre as categorias de ativos.

Num ambiente de crise, a única certeza que temos é que haverá muita incerteza. As notícias raramente serão positivas, os especialistas estarão pessimistas e o mantra será “dessa vez é diferente”. Sim, por definição sempre será diferente, senão não haveria crise em primeiro lugar. O discurso de muitos fundos deixa de ser “entregar retornos superiores para os clientes” e se torna “preservação de capital a qualquer custo”. Não somos contra preservar capital, afinal isso é uma das condições necessárias para um bom investimento. O que nos preocupa muito é “a qualquer custo”. Essa frase aparentemente bem intencionada acarreta um enorme custo ao investidor, que compromete muito os resultados de longo prazo.

Dados públicos nos mostram que os fundos ficam cada vez mais parecidos em tempos de crise. Percebemos que certas posições, em períodos de incertezas, são compartilhadas por uma quantidade enorme de fundos, enquanto outras são praticamente esquecidas pelos investidores institucionais.

Nesse período, as empresas escolhidas pela “multidão” não são selecionadas por acaso. Essas empresas são percebidas como excelentes e se encaixam perfeitamente no rótulo de “*high quality*” que detalhamos acima no texto. Por conta disso, são posições extremamente confortáveis de se ter em um clima econômico ruim. Nenhum gestor será execrado por perder dinheiro investindo em Ambev (apenas um exemplo de empresa de alta qualidade), especialmente se dezenas de outros gestores também estiverem (“*social proof*”, *segurança das multidões*, *Carta Trimestral do 4º Trimestre de 2015*).

Conforme uma empresa se torna unanimidade nos fundos de investimentos, seu preço começa a refletir cada vez mais otimismo, segurança ou conforto do mercado. Em outras palavras, uma menor taxa implícita de retorno esperada (*Carta Trimestral do 3º Trimestre de 2015*). Nessas ocasiões, o preço pode acabar superando muito seu valor justo e, por isso, é quase impossível encontrar uma jóia na bolsa de valores que já esteja presente na carteira da maioria dos participantes de mercado. Claro que não basta escolher uma carteira de empresas diferentes para ter sucesso. Podemos nomear inúmeras empresas que são esquecidas pelo mercado por boas razões e acabam sendo verdadeiras “armadilhas”. Ser diferente pode ser doloroso, principalmente em ambientes de pessimismo (ou otimismo) exacerbado. Para muitos investidores, o medo de “errar sozinho” inviabiliza muitos investimentos fora do consenso.

“The fact is there is no one kind of investment that is always best. If a particular industry or type of security becomes popular with investors, that popularity will always prove temporary and—when lost—may not return for many years.” – **Sir John Templeton.**

Investir com a segurança da multidão traz conforto, por razões inclusive biológicas. Animais se reúnem para minimizar as chances de serem vítimas de predadores, por exemplo. Porém, no mercado financeiro, é necessário ver quem de fato se beneficia da estratégia de investir junto do consenso. Nesses casos, o maior protegido é o gestor, que “terceiriza” sua responsabilidade pelo *stockpicking* com outros de maior reputação. Como ser criticado por perder dinheiro com uma carteira de ações semelhante às dos melhores gestores do país?

“Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.” – **John Maynard Keynes.**

Não é uma dinâmica exclusiva do mercado brasileiro. A literatura nos mostra que “*herding*”, ou “comportamento de rebanho”, está presente no mundo inteiro, sendo mais intenso em momentos ruins do mercado. O porquê disso já foi assunto de outras cartas, e justificado pelos trabalhos de **Daniel Kahneman** e **Amos Tversky**. A dor da perda é muito maior que a alegria do ganho. Isso faz com que a estrutura de incentivos do mercado favoreça o comportamento de grupo (*Carta Trimestral do 4º Trimestre de 2015*). Estudos nos mostram que, no longo prazo, o efeito desse comportamento é negativo para a rentabilidade dos fundos. A grande surpresa é que tanto os fundos copiados quanto aqueles que copiam acabam tendo suas rentabilidades prejudicadas após o *herding*. Ser copiado é algo impossível de se evitar, e inclusive funciona como uma comprovação da própria competência dos gestores em questão. Porém, fundos que tendem a se arrebanhar mais apresentam indicadores de desempenho (não somente rentabilidade) piores que aqueles que não o fazem.

Em prazos mais curtos, a estratégia de todos copiarem todos “compensa”. Os fundos vão bem durante as crises, minimizam as perdas em suas cotas ou até postam ganhos, clientes ficam felizes com a ausência de grandes quedas nas cotas e os investimentos são fáceis de justificar. Com a diminuição da incerteza, no entanto, é quase impossível carteiras com investimentos “unânimes” acompanharem o restante da bolsa. Há poucos, ou nenhum, comprador adicional para essas empresas que muitos já possuem em seus portfólios.

“If you buy the same securities everyone else is buying, you will have the same results as everyone else.” – **Sir John Templeton.**

É claro que nenhuma crise traz uma luz no fim do túnel que sinaliza a hora de trocar de carteira e investir nas ações mais esquecidas, mais baratas. Porém, acreditamos que o nosso papel é tentar maximizar o retorno de longo prazo sobre os investimentos de nossos clientes, minimizando os riscos.

"Time is the individual investor's last remaining edge on professionals. If you can think about the next five years while most are focused on the next five months, you have an advantage over everyone who tries to outperform based on sheer intellect." – **Charlie Munger.**

Para isso, temos que divergir da maioria quando os números mostrarem indícios de comportamento irracional. É quase impossível comprar um ativo na mínima, mas é importante sabermos quando o preço começa a nos dar uma excelente margem de segurança. O grande paradoxo é o fato da maior margem de segurança possível ocorrer no momento em que a volatilidade das ações está no auge e o apetite no mínimo.

"The time when an asset is selling at its best bargain price is when most people are trying to sell. If you wait until you're through the tunnel and out into the sunshine, you'll have to pay a premium price." – **Sir John Templeton.**

"Finally, be aware that the market does not turn when market participants begin to see the light at the end of the tunnel. It turns when all looks black, but just a subtle shade less black than the day before." – **Jeremy Grantham.**

Depois de vários anos de desempenho ruim, a bolsa brasileira ressurgiu em 2016. Aqueles que passaram o ano procurando por lucros ou fluxos de caixa positivos acabaram o ano surpresos. Já

havíamos alertado na Carta do 3º Trimestre e do 4º Trimestre de 2015 que os níveis de preço dos ativos na bolsa brasileira estavam demasiadamente deprimidos. E foi essa abordagem, no melhor estilo **Walter Schloss**, que nos guiou em 2016.

O lucro das empresas pode variar muito de acordo com os ciclos econômicos. É uma métrica difícil de prever com precisão. No entanto, o valor dos ativos, e por consequência da companhia, varia menos e é mais fácil de medir.

Para entender melhor essa abordagem, propomos que se faça uma analogia da empresa listada em bolsa com uma fazenda. Atribuir valor para uma fazenda se baseando no lucro, ou geração de caixa provenientes de suas safras recentes ou corrente acabará gerando algumas dificuldades: (i) a safra foi boa ou ruim?; (ii) o clima atrapalhou ou ajudou?; (iii) toda a área cultivável da fazenda foi plantada?; (iv) a cultura escolhida foi adequada? (v) Se fosse plantado milho ao invés de soja o lucro seria outro? Quem atribui valor para uma fazenda baseado em sua produção atual pode errar muito.

Suponha que exista uma fazenda com terra produtiva, bem localizada, gerida por produtores e agrônomos excelentes. Esses produtores, devido à crise econômica e escassez de capital, plantaram somente 25% da área cultivável. Para piorar, o clima atrapalhou com chuvas torrenciais, provocando perdas irreparáveis na produção. Nessas circunstâncias, o lucro foi de apenas R\$ 10 milhões. Investidores que procuram exclusivamente dados quantitativos de curto prazo atribuirão para essa fazenda um valor que será um múltiplo do lucro corrente. Suponhamos que seja 10x lucro, resultando em R\$ 100 milhões de valor para a fazenda, de acordo com esses investidores. Essa abordagem é a mais correta? Acreditamos que não. Ela ignora todo o potencial de rendimento futuro dessa fazenda, resultando numa avaliação subvalorizada. Essa metodologia poderia supervalorizar a mesma

fazenda se a condições fossem diferentes. Num outro cenário, com 100% de área plantada, clima excepcionalmente favorável, preços altíssimos da *commodity*, a fazenda poderia produzir R\$ 200 milhões de lucro, e nem por isso deveria valer R\$ 2 bilhões.

Várias ações da bolsa no final de 2015 cabiam na analogia da fazenda. Números correntes decepcionantes (lucro e geração de caixa), devido à pouca “área plantada” (baixo uso da capacidade), “clima desfavorável” (ambiente político) e crédito escasso. Lucros ruins, mas excelentes ativos. A preferência do mercado em buscar lucros *de curto prazo* fez com que muitos ativos ficassem depreciados, nos dando a oportunidade de comprá-los com grande margem de segurança.

A grande lição de 2016 foi:

“What we tried to do was to buy assets at a discount instead of buying earnings. Earnings can change quickly, but assets don’t.”
– **Walter Schloss.**

E a frase a seguir é a mais famosa, simples e efetiva para todo “*value investor*”, no entanto, é a mais difícil de executar. Para quem a segue à risca, 2016 foi um ano emblemático:

“Be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful.” – **Warren Buffett**

Bibliografia

BROWN, Nerissa; WEI, Kelsey; WERMERS, Russ. “Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices†”. 2009

JIANG, Hao; VERARDO, Michaela. “Does herding behavior reveal skill? An analysis of mutual fund performance” 2012

KOCH, Andrew; “Mutual Fund Herding and Fund Performance”. 2014