

Carta aos investidores 1o trimestre 2015

Caros cotistas,

No primeiro trimestre de 2015 a Moat Capital FIA teve uma performance de 2,43% contra 2,29% do Ibovespa. Desde seu início, em agosto de 2014, o fundo acumula uma rentabilidade de 2,99% contra -9,65% do Ibovespa. O fundo tem um histórico muito curto para mensurar o seu sucesso, portanto, se estamos indo bem ou mal neste curto espaço de tempo, é bem provável que haja uma alta componente de aleatoriedade.

Esperamos com esta carta dois objetivos. Prestar contas de nosso serviço e passar ao leitor clareza e transparência sobre nosso processo de investimento.

Hoje temos treze posições: onze compradas e duas vendidas. As compradas são no setor de bancos, siderurgia, logística, varejo, industrial, papel e celulose, shopping center, energia elétrica, e uma relativa posição de caixa. Já as posições vendidas são uma seguradora e a Petrobrás.

Além dessas posições, carregamos hoje uma parcela relevante de caixa, 26,2%, resultado de algumas vendas de empresas em que investimos e julgamos que seu preço está muito próximo de seu valor intrínseco. Estamos constantemente avaliando novos investimentos ou possíveis aumentos de participações nas empresas do nosso portfólio. Entretanto, não temos obrigação de estar 100% alocados em ações. O investimento em ações só é feito quando encontramos margem de segurança para tal.

Durante este trimestre percebemos que o Brasil está passando por profundas transformações econômicas, políticas e sociais e de forma mais rápida que imaginamos. Quando surge um processo de mudanças, as pessoas geralmente têm a sensação de que elas acontecem lentamente, mas quando de fato ocorrem são rápidas demais para as tomadas de decisão. Fernando Henrique Cardoso fez uma analogia desse processo como uma madeira infestada por cupim: "Quando esses processos ocorrem, não vão para as manchetes de jornal. Ao entrar na madeira, o cupim é invisível; quando percebido, a madeira já apodreceu"<sup>i</sup>.

O consenso é de que o Brasil apodreceu e irá enfrentar dias piores. Não há um único dado nos jornais que sugiram otimismo: recessão que se aproxima, poder de compra da população erodido pela inflação, moeda abruptamente depreciada, desemprego em elevação, e o governo mais preocupado em sair das páginas policiais. Além disso, o mundo está em compasso de espera, aguardando uma definição de quando o banco central americano vai elevar as taxas de juros, o que pode causar uma fuga de capital dos mercados emergentes.

Aqui na Moat Capital não sabemos como vão se comportar os mercados nos próximos dias, meses ou anos. Tampouco alteramos nosso portfólio de investimentos quando é retirada a palavra "paciente" de um texto do banco central americano, ou quando os juros sobem, ou um político faz um discurso. Criação real de valor não depende de uma impressora de dinheiro.

Acreditamos que o valor intrínseco de cada empresa (seu valor real) pouco se altera com uma crise. Curiosamente, em alguns casos, até se fortalece: pois as empresas mais capazes sobrevivem e as mais frágeis desaparecem, deixando o ambiente menos competitivo. O

mercado nesses períodos favorece os investidores orientados para o longo prazo.

Há uma série de desencadeantes de uma crise que pode ser benéfica para as empresas no longo prazo. Ela as força a cortar custos e vender ativos pouco rentáveis, tornando-as mais eficientes. Maior desemprego arrefece a pressão por aumentos reais sem contrapartida na produtividade. Por isso, em muitas ocasiões a decisão de investimento é contraintuitiva.

Tomamos decisão de investimento com base nos números oficiais das empresas e da análise do seu setor e sempre buscamos pagar pelas por elas menos do que consideramos que podem gerar de riqueza com base nos seus ativos, independentemente do cenário macro e suas previsões.

Os agentes de mercado já incorporaram nos preços das ações muito do ambiente que estamos vivendo. Por isso, nesses momentos de pessimismo, são frequentes as oportunidades de investimento. Seth Klarman, um dos maiores gestores americanos de investimentos, na sua última carta aos investidores alerta para o risco de uma grande virada nos mercados americanos, mas acrescenta que, mesmo nessas situações, um investidor profissional ainda é capaz de extrair valor. *"As hard as it is to endure the pain of a severe bear market, it's crucial to remember that a bear market is still a market."*

Principalmente em mercados com pouca tendência ou tendência de baixa a seleção de ativos faz mais diferença do que em períodos de euforia. George Soros e Sir John Templeton sempre são perguntados onde são os melhores lugares para se investir e eles respondem para seu interlocutor que eles estão fazendo a pergunta errada. Segundo eles, a pergunta correta é: onde é o pior lugar para se investir, pois o medo e as incertezas geralmente já estão refletidos no preço dos ativos e bons retornos, geralmente, são alcançados quando se compra um bom ativo depreciado com visão de longo prazo. Por outro lado, quando o ambiente está favorável para investir geralmente os preços dos ativos já refletem isso e, portanto, existe pouca margem de segurança para se investir.

Acreditamos que mesmo tendo pouca previsibilidade dos próximos acontecimentos econômicos e políticos no Brasil, o mercado acionário oferece boas oportunidades de investimento para quem tem um horizonte de investimento de longo prazo. E aqui na Moat temos a motivação e os incentivos adequados para perseguir estas oportunidades.

Luiz Paulo Aranha e Marcelo Romeiro

Moat Capital

---

<sup>i</sup> Jornal O Estado de São Paulo, 1 de fevereiro de 2015