

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2011

Prezados cotistas,

Nossa performance

2010 foi um bom ano para os fundos da Squadra. O Squadra Long-Biased FIC FIA subiu 21,9% com um *net exposure* médio de 52,5%, enquanto o Squadra Long-Only FIC FIA avançou 30,7%. Após 33 meses de operação, o Squadra Long-Biased FIC FIA acumula alta de 93,0% e uma rentabilidade anualizada de 27,0%, com um *net exposure* médio de 58,9%. No mesmo período, o Squadra Long-Only FIC FIA acumula 137,3% de valorização ou 36,9% ao ano. O Índice Bovespa subiu 1,0% e o IBX 2,6% em 2010. Desde o início de operação dos fundos da Squadra, tais índices¹ acumulam valorização de 14,5% e 11,7% (ou 5,0% a.a. e 4,1% a.a.), respectivamente.

Em nossa carta do ano passado, afirmamos esperar uma performance relativa aos principais índices de bolsa melhor em anos/períodos de *bear market* do que nos de *bull market*. Uma análise mais minuciosa sobre a performance dos índices em 2010 mostrou-se necessária antes da conclusão de que este ano havia realmente sido bom para nossos fundos. Enquanto que em 2009 praticamente todos os papéis que compõem o Ibovespa subiram e este avançou 82,7%, em 2010, 56% das ações do índice se valorizaram apesar de os dois índices mais importantes do mercado acionário brasileiro terem ficado estáveis. Ao passar uma lupa sobre o desempenho do Ibovespa no ano passado, percebemos que ações de setores relevantes na composição do índice – precisamente óleo e gás, siderurgia e papel e celulose - tiveram desempenho negativo ao redor de 13%. O Ibovespa teria tido uma valorização de aproximadamente 9% caso não contasse com a participação de empresas destes 3 setores. Trata-se sem dúvida de uma relevante diferença para o 1,0% atingido de fato, mas não suficiente para alterar nossa visão de que 2010 foi um bom ano de performance relativa para nossos dois fundos.

Avançamos um pouco mais em nosso estudo e buscamos outros índices criados pela BM&FBovespa, a fim de melhor avaliar os desempenhos do mercado acionário brasileiro e de nossos fundos, no ano que passou. Um índice que julgamos interessante é o Índice Valor BM&FBovespa (IVBX-2), o qual não conta com a participação de companhias “peso pesado” do Ibovespa, como Vale, Petrobras, CSN e Usiminas. O IVBX-2 valorizou-se 4,4% em 2010. O Índice Mid-Large Cap (MLCX) ficou praticamente estável, subindo apenas 2,1%, enquanto que o Índice Small Cap (SMLL) avançou notáveis 22,7%. A semelhança de desempenho entre o MLCX e o Ibovespa explica-se pela interseção² entre ambos ser de 72,8%. A interseção entre o SMLL e o Ibovespa é de apenas 9,2%, baseando-se nas carteiras de encerramento do ano passado. Passando para os índices setoriais desenvolvidos pela BM&FBovespa, verificamos em todos menos um, desempenho superior ao do Ibovespa em 2010. Índice de Telecomunicações (ITEL) -7,4%, Índice do Setor Industrial (INDX) +9,2%, Índice Imobiliário (IMOB) +10,5%, Índice Financeiro (IFNC) +10,6%, Índice de Energia Elétrica (IEE) +12,0% e, o destaque, Índice de Consumo (ICON) +25,6%. Vale sublinhar que não há índice para os setores de óleo e gás, siderurgia e papel e celulose, segmentos importantes na composição da carteira do Ibovespa e que tiveram performance negativa conforme citado anteriormente.

Após o levantamento do desempenho de tantos indicadores, podemos concluir que 2010 foi um bom ano para os fundos da Squadra. Continuamos contudo, com a opinião expressada em nossa carta anterior de que é míope a análise do desempenho de fundos de investimento em ações em um prazo de 1 ano apenas ou até mesmo 2,8 anos.

¹ Em atendimento à Instrução CVM nº 465, comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 2/5/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento.

² Mede o grau de semelhança entre as carteiras que compõem os índices.

Os indicadores "IBRX, IVBX-2, MLCX, SMLL, ITEL, INFC, INDX, IEE e o ICON" são mera referência econômica, e não parâmetros objetivo dos fundos

O Ano de 2010

Após vivenciarmos a eclosão de uma das maiores crises da história dos mercados de capitais em 2008, seguida de um dos seus maiores *rallies* em 2009, as principais bolsas de valores do mundo subiram de forma bem mais moderada no ano de 2010. Ao mesmo tempo, a maior parte dos problemas econômicos do mundo, notadamente o desenvolvido, continuou por ser resolvida. O nível de desemprego das economias centrais permanece alto, o mercado americano de residências insiste em demorar a reagir, os bancos – em especial os europeus – continuam em situação frágil e as economias periféricas da Europa parecem carecer de socorro uma após outra.

O Banco Central Americano (FED) e o Banco Central Europeu (ECB) continuaram a injetar liquidez no mercado, principalmente no caso do primeiro, e a resgatar bancos e países no caso do segundo. Os esforços de ambas instituições parecem ainda longe de causar os efeitos desejados. O FED acaba de reforçar na ata de sua última reunião, que o estímulo monetário que vem implementando ainda se faz necessário e não há sinais que poderiam levá-lo a uma mudança de rumo em sua política de “*easing*” quantitativo. Além disso, o governo dos Estados Unidos anunciou no final do ano um pacote fiscal, a fim de incentivar a retomada do crescimento econômico por lá. Na Europa, 2010 terminou com o rebaixamento do *rating* de crédito de Portugal e com novo alerta negativo sobre os riscos dos papéis de dívida da Grécia.

Os países emergentes de um modo geral continuaram a se destacar, com crescimento econômico superior ao do mundo desenvolvido e aparentemente mais sólido e consistente. Tal cenário não tem evitado que este grupo de países também passe por seus dilemas macro-econômicos. Ao contrário, os contrastes entre o momento econômico do mundo emergente em comparação com o das economias centrais têm reforçado a preocupação com tais dilemas. Entre os mais destacados estão o temor da inflação e o processo de valorização de suas moedas.

Com todas essas questões ainda em voga e após o *rally* de 2009, por que ainda vimos um certo entusiasmo com o investimento em ações ao redor do planeta? Será que a recuperação das bolsas não havia sido suficiente e o nível de atratividade das ações continuava alto? A atual injeção de liquidez sem precedentes no mundo estaria levando os investidores a colocar dinheiro em quase toda e qualquer classe de ativo que apresente algum *yield* razoável? Essas são perguntas cujas respostas são difíceis e provavelmente se relacionam.

Encerramos nossa carta do ano passado afirmando que não mais encontrávamos barganhas como no final de 2008. Estávamos nos referindo ao universo que julgamos conhecer melhor que é o de empresas brasileiras. Ressaltamos na ocasião nosso otimismo com o desempenho operacional da maioria das companhias de nosso país, em especial daquelas mais relacionadas à economia interna. Salientamos também que estas companhias eram as que mais pareciam refletir em seus *valuations* o otimismo do mundo com o Brasil. Foram justamente as ações dessas empresas as que, de forma geral, mais se valorizaram ao longo de 2010. Muitas delas continuaram a surpreender em seus resultados, tanto na linha de receita quanto na de lucro. A questão é que, na maioria desses casos, a valorização de suas ações superou o crescimento de seus resultados e seus múltiplos de lucro se expandiram ainda mais. Como consequência, acreditamos que a maior parte dessas empresas encontra-se com múltiplos perigosamente altos não só no que se refere ao número absoluto, como também ao se pensar sobre os riscos de projeção implícitos nos *valuations*. Quem paga um múltiplo alto por uma companhia deveria esperar um crescimento maior em seus resultados futuros - é bem verdade que o custo de oportunidade reduzido do dinheiro atualmente no mundo desenvolvido também contribui para justificar a compressão de *yields* em ativos como as ações brasileiras. Quanto maior o múltiplo, maior a necessidade (e expectativa) de crescimento de lucros. Assim como árvores não crescem até o céu, as receitas das companhias também não subirão infinitamente. Quando os investidores se lembram disto, normalmente após alguma decepção com um resultado trimestral de uma companhia, os ajustes de múltiplos para a “nova” realidade de crescimento costumam deixar feridas. Muitas vezes com a perda permanente de capital.

Com relação aos riscos de projeção implícitos nos *valuations*, algo que nos chamou a atenção ao longo de 2010 foi o grau da expansão de margens operacionais e dos retornos sobre capital investido das

companhias brasileiras, notadamente daquelas que tiveram aumento expressivo em sua linha de receita. É comum que uma empresa tenha como consequência de um forte avanço nas suas vendas, a expansão em suas margens de lucro e em seu retorno sobre capital empregado. Porém, durante o ano de 2008 e boa parte de 2009 o ambiente ainda era de crise e/ou muita incerteza quanto às perspectivas para a atividade econômica. A grande maioria, se não a totalidade, das companhias no Brasil e no mundo fez ajustes importantes em suas estruturas de custos e em seus planos de investimentos. Prepararam-se para o pior, muitas vezes, cortando custos e despesas antes vistos como fixos e cancelando projetos de retornos mais baixos.

Veio então o ano de 2010 e com ele o crescimento do PIB acima de 7%, de acordo com as últimas estimativas de mercado. Foi comum verificarmos uma expansão significativa nas receitas das companhias, fruto da recuperação daquelas que mais sofreram durante a crise ou mesmo do nível de aquecimento das atividades do mercado interno. Diversas empresas com as quais conversamos terminaram o ano de 2010 demonstrando estarem próximas da utilização máxima de suas capacidades, seja pela utilização de suas fábricas ou por restrição de mão-de-obra. A combinação dos ajustes feitos durante a crise com a rápida e forte recuperação das receitas levou a uma expansão de margem operacional e de retorno sobre capital investido bastante intensa. Seria otimismo demais esperar que tal tendência se mantenha. Parece ter chegado a hora de se fazer os ajustes na direção oposta, com as companhias preparando-se para os bons ventos que esperam encontrar daqui por diante. Neste momento, muitas empresas estão decidindo como aumentar o número de horas trabalhadas por sua mão-de-obra. Esta decisão normalmente passa por utilização de hora extra ou por contratação de novos funcionários que necessitam de tempo para cumprir com a natural curva de aprendizado (durante a qual apresentam produtividade menor do que de funcionários mais experientes). Seja qual for a opção das empresas – e às vezes elas são obrigadas a optar por ambas – a hora trabalhada marginal torna-se mais cara. Além disso, é da natureza humana que um certo relaxamento no que tange ao controle de custos e despesas aconteça em um ambiente mais próspero. É como diz Warren Buffett, “assim como em uma família bem-sucedida, é muito difícil controlar as despesas de uma empresa bem-sucedida”.

Boa parte das companhias brasileiras negocia atualmente com múltiplos bem superiores aos de seus pares de países desenvolvidos. Se isso ocorre por merecimento ou por modismo é uma pergunta cuja resposta vale muito... Fato é que os últimos meses do ano de 2010 foram marcados por uma intensa atividade de “*insider selling*” e pela volta das ofertas de ações (iniciais, *follow ons*, primárias e secundárias). Tais ofertas continuam sendo noticiadas pela imprensa local, que prevê pelo menos quinze nos próximos três meses – ou aproximadamente uma a cada quatro dias úteis. Em nossa opinião, estes são mais dois sinais de que o nível geral de preços do mercado acionário brasileiro encontra-se em um patamar suficientemente atrativo, para os vendedores “bem-informados”.

Nossos fundos

O Squadra Long-Biased FIC FIA iniciou o ano de 2010 com um *net exposure* de 63,4%, tendo oscilado entre aproximadamente 30% e 82% ao longo do ano. Em 31 de dezembro último, seu *net exposure* estava em 35%. A título de comparação, o Squadra Long-Only FIC FIA começou 2010 com um *net exposure* de 90% e fechou o mesmo ano com 88%. Gostaríamos de reforçar que o *net exposure* do fundo Squadra Long-Biased FIC FIA é resultado das oportunidades individuais de investimento que encontramos – *long*, *short* e seguros – e não um número no qual miramos *ex ante*.

Durante o ano de 2010, continuamos bastante ativos na utilização de estratégias de seguro no Squadra Long-Biased FIC FIA. Estamos sempre atentos às oportunidades de “aquisição” de bons seguros que os mercados nos ofereçam, nas mais variadas classes de ativo. A cada ano que passa tentamos conhecer mais desses mercados de forma a aumentar nossas alternativas de seguros. Não nos custa repetir que não trabalhamos com o conceito de orçamento para a utilização de seguros, porém controlamos diariamente a evolução de seus custos.

Sempre que fazemos menção ao *net exposure* do Squadra Long-Biased FIC FIA, referimo-nos à soma das posições *long* e *short* no mercado à vista com as operações de seguro ajustadas pelo delta. Entretanto, acreditamos que o *net exposure* não captura o risco real incorrido pelo fundo, já que este não mede o *notional exposure* das estratégias de seguro, que foi significativo muitas vezes ao longo do ano. Assim como em 2009, nossos seguros contribuíram negativamente para a performance do Squadra Long-

Biased FIC FIA ano passado. Não desejamos a ocorrência do “sinistro”, assim como quando seguramos nosso carro ou casa, por exemplo. Mas sabemos que nosso bem, no caso nosso patrimônio investido no fundo, está mais protegido do que se não estivesse seguro. Principalmente em um ambiente de investimento de grande dispersão de cenários para a economia global somado à escassez de barganhas no universo de empresas que cobrimos. A questão é encontrar o seguro apropriado no preço correto.

Na comparação com o fundo Squadra Long-Only FIC FIA, o desempenho do Squadra Long-Biased FIC FIA foi impactado não apenas por seu *net exposure* mais baixo e pela utilização de seguros por parte do último. O fato do Squadra Long-Biased FIC FIA ter pago performance ao gestor em 2010 também contou negativamente. Por sinal, este fator vem tendo peso relevante na diferença de desempenho entre os dois fundos geridos pela Squadra. Baseado nas cotas dos fundos master, as quais praticamente excluem as taxas pagas ao gestor e portanto são uma boa *proxy* da performance dos portfólios dos fundos, a diferença de performance entre as duas estratégias foi de aproximadamente 10%, desde o início de operação de ambos, versus algo como 23% (vide início da carta).

Parece claro que quando um portfólio apresenta um resultado positivo expressivo, como foi o que aconteceu com os nossos até agora, é melhor para o investidor que ele esteja em um veículo que cobre uma taxa de administração mais alta sem a existência de uma taxa de performance (como é o caso do Squadra Long-Only FIC FIA). No entanto, seria irresponsável projetar que nossos portfólios mantenham tamanha performance absoluta e relativa (aos principais índices de bolsa) no futuro. Com isso, é de se esperar um menor impacto das diferenças de estrutura de taxas dos dois fundos geridos por nós, daqui para frente. Além disso, a performance de dois portfólios (assim como a de dois investimentos quaisquer) não deve ser comparada esquecendo-se da diferença de risco incorrido. Essa análise é muito mais subjetiva do que objetiva, pois nem tudo que um gestor faz ou deixa de fazer aparece no resultado de seus fundos. Havia um letreiro no escritório de Albert Einstein em Princeton em que se lia: “Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts.” (“Nem tudo que conta pode ser contado, e nem tudo que pode ser contado conta.”)

Fechamento do Squadra Long-Only FIC FIA para novas captações

No dia 15 de dezembro de 2010, fechamos o Squadra Long-Only FIC FIA para novas captações. Consideramos importante dividir com os senhores, algumas reflexões que nos levaram a essa decisão.

Desde a fundação da Squadra, entendemos que, entre as vantagens competitivas que uma empresa como a nossa pode ter, possuir uma base de investidores diferenciada é uma das mais importantes. Por isso sempre buscamos dar bastante atenção a este assunto. A preocupação no que diz respeito ao nosso passivo é a mesma com a qualidade e com a quantidade. Não seremos capazes de implementar nossa filosofia de investimento de maneira apropriada se não tivermos investidores que compartilhem com ela e que entendam nosso jeito de trabalhar. Ao mesmo tempo, concordamos com um dos clichês mais famosos de nossa “indústria” que diz que “tamanho é inimigo do retorno”. Consequentemente, observamos com cuidado o tamanho dos ativos sob gestão.

Ter uma opinião sobre a qualidade de nossa base de investidores e, por incrível que pareça, sobre a quantidade de recursos geridos é “arte” e não “ciência”, requer tempo para uma conclusão mais apurada. Esta nunca será exata e passa pela experiência do gestor no trato com seus investidores e na gestão propriamente dita dos fundos. Em nosso caso, precisamos considerar adicionalmente que possuímos dois fundos que embora invistam praticamente nas mesmas ações, trabalham com graus de flexibilidade (quanto ao nível de caixa, por exemplo) diferentes.

A decisão de fechar o Squadra Long-Only FIC FIA para novas captações tem a ver com nossa preocupação com o fator quantidade e não com a qualidade de nossos ativos sob gestão. Frequentemente, investidores nos perguntam se há um valor para o total de recursos geridos que, caso atingido, nos levaria a fechar todos os fundos para captação. Nossa resposta é não. Acreditamos que para tomar essa decisão, precisamos considerar diversos fatores e que qualquer que seja o valor ele não virá como reflexo de algum cálculo preciso e sempre será um alvo móvel – já que os fatores também se alteram ao longo do tempo.

SQUADRA

INVESTIMENTOS

O tamanho apropriado dos recursos geridos por uma empresa como a nossa pode variar de acordo com as características do fundo (estratégias, prazos de resgate...), de time de investimento para time de investimento, com o tamanho do mercado e das oportunidades de investimento encontradas pelo gestor, etc. Logo, estamos sempre nos fazendo aquela que julgamos ser a pergunta mais relevante e objetiva: estamos correndo risco de mudar nosso estilo de investimento? Ou de outras maneiras: estamos sendo obrigados a buscar novas classes de ativos ou tipo de investimento em função de nosso crescimento? Estamos precisando investir em mais empresas ou em empresas maiores?

Encerramos 2010 com aproximadamente R\$1,5 bilhão sob gestão, número que nos deixa confortáveis em responder negativamente a essas questões. Por termos experimentado um crescimento acelerado durante o ano passado, entendemos contudo, que seria interessante fechar um de nossos fundos para captação. Desejamos com isso desacelerar a entrada de recursos e ganhar tempo para uma melhor “digestão” do incremento de ativos. Para a escolha do Squadra Long-Only FIC FIA pesou principalmente o fato de este ser nosso fundo menos flexível, no que diz respeito ao nível de caixa e utilização de certas estratégias como seguros e operações *short*. Essa não é uma decisão definitiva e o fundo poderá ser reaberto no futuro.

Agradecemos enfim, a confiança depositada por nossos cotistas nesses quase 3 anos de existência de nossos fundos.

Encontramo-nos à disposição para esclarecimentos referentes aos temas abordados nesta carta, bem como a quaisquer outros de seu interesse.

Equipe da Squadra

Glossário:

bear market: mercado com tendência de baixa
bull market: mercado com tendência de alta
insider selling: venda de ações realizada por administradores, controladores ou conselheiros da companhia
net exposure: exposição líquida
notional: valor de face
proxy: representante
rating: classificação
valuation: valoração
yield: retorno de investimento