

Dezembro de 2012

Resultado

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	% CDI	Ibovespa
2011	-	-	-	-	-	-	-	1,21%	1,16%	1,73%	1,77%	-0,87%	5,07%	120,36%	3,85%
2012	1,65%	1,39%	0,03%	1,28%	2,17%	1,48%	-0,93%	0,53%	0,26%	1,72%	0,66%	1,79%	12,69%	150,78%	7,40%

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	184.054.148,32	166.587.143,29
FIC	53.591.950,01	26.109.306,13

	Fundo	% CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	18,40%	141,74%	11,53%

*Início em 15/08/2011.

Atribuição de Performance

2012

Setores	Impactos
Consumo e Varejo	3,39%
Educação	0,04%
Energia Elétrica	0,87%
Imobiliário	-0,27%
Instituições Financeiras	-0,85%
Mineração e Siderurgia	0,49%
Petróleo e Gás	-0,47%
Saúde	1,62%
Telecomunicações	-0,58%
Transporte e Logística	1,35%
Estratégia Long and Short	5,57%
Estratégia Direcional	3,22%
Caixa e Despesas	3,90%
Opportunity Equity Hedge FIC FIM	12,69%

4º Trimestre 2012

Setores	Impactos
Consumo e Varejo	-0,71%
Educação	0,04%
Energia Elétrica	0,49%
Imobiliário	-0,19%
Instituições Financeiras	1,47%
Mineração e Siderurgia	0,80%
Petróleo e Gás	-0,09%
Saúde	0,50%
Telecomunicações	0,32%
Transporte e Logística	0,15%
Estratégia Long and Short	2,76%
Estratégia Direcional	0,47%
Caixa e Despesas	0,99%
Opportunity Equity Hedge FIC FIM	4,22%

Estratégia Direcional

O desempenho da economia brasileira neste último ano não foi dos melhores. Pelo segundo ano consecutivo, a combinação entre crescimento e inflação decepcionou. Em 2011, o país cresceu 2,75% com uma inflação de 6,50%. No ano passado, o crescimento foi de 0,98%¹ enquanto os preços subiram 5,84%. Sem dúvida, fatores externos influenciaram, porém atribuímos a maior parte desse resultado à adoção de um modelo de indução estatal ao desenvolvimento. Algumas práticas características deste modelo são:

- Política industrial com subsídios a setores priorizados;
- Estímulo às exportações e controles às importações;
- Forte participação estatal no setor financeiro com direcionamento de crédito.

¹ Estimativa para o ano 2012 – Mediana da Pesquisa Focus.

Esta visão está em linha com o que os acadêmicos chamam de visão sistêmica. Existem diversos casos de sucesso deste modelo e o mais conhecido deles é o chinês. Porém, não compartilhamos algumas características fundamentais para este sucesso. A mais evidente é a nossa taxa de poupança que está próxima dos 15% do PIB, muito abaixo dos quase 50% do PIB na China.

A dúvida que fica para 2013 é: teremos mais do mesmo ou voltaremos à ortodoxia com um ambiente macroeconômico estável e crença nos mercados abertos e eficientes?

O cenário norte-americano nos deixa mais animado. Ainda há muita ociosidade na economia capaz de promover o crescimento econômico daqui para frente. O desemprego permanece um pouco abaixo dos 8%; o setor privado passou os últimos anos acumulando caixa e desalavancando seu balanço; e a disponibilidade de crédito ainda está longe dos níveis pré-crise.

A assimetria para os EUA nos próximos anos parece favorável ao crescimento. As empresas voltarão a investir mais, o setor de construção começa a dar sinais de recuperação e o Fed não descansará enquanto não garantir o retorno do mercado de trabalho a um normal funcionamento. Por outro lado, o contracionismo fiscal promovido pelo governo americano é um risco para a economia.

Existe um consenso entre os participantes do mercado: as incertezas permanecem elevadas para 2013. Como consequência, permanece alta a aversão ao risco da renda variável. Hoje, o rendimento esperado do caixa é menor que 1,50% real para o ano. Caso um cenário de inflação mais alta se concretize, este número pode ser ainda menor. A alternativa dos investidores tem sido buscar outros tipos de investimentos como títulos privados, fundos imobiliários, títulos públicos indexados à inflação (NTNBs), etc. Todos eles são supostamente menos arriscados que a bolsa e a elevada demanda contribui para reduzir o retorno esperado destes ativos. O resultado deste comportamento é um *Equity Risk Premium* que nos parece atraente. Desta forma, acreditamos que nossa exposição direcional ao longo deste ano deverá ser positiva.

Iniciamos o ano com uma posição comprada de 20% do patrimônio do fundo.

Estratégia Long and Short

Desde o início do fundo, nosso *turnover*² foi próximo de 120%, i.e. na média giramos 1,2 vezes o patrimônio do fundo por ano. Apesar de ser uma aproximação, utilizamos esta métrica para fazer um balanço entre atividade e resultado. No processo de investimento não há necessariamente uma correlação entre os dois.

O *turnover* é a realocação de capital parcial ou total de um investimento do portfólio para outro já existente ou para uma nova ideia. A reavaliação da carteira está sujeita a novos fatos que influenciam o retorno esperado em determinado ativo. Com a atual facilidade de disseminação de informação, devemos ser cautelosos para não confundirmos ruídos com sinais, e, se possível, tirar proveito dos primeiros.

Em particular, os últimos seis meses contribuíram para um maior *turnover* acumulado do fundo. Fatores como o intervencionismo do governo e mudanças das regras vigentes reduziram a previsibilidade do desempenho operacional de determinadas empresas. Infelizmente, o resultado é um menor horizonte de investimento. No futuro, esperamos que o *turnover* do fundo convirja para um valor mais baixo.

No início de 2012, nossa carteira era composta por 14 empresas. Ao longo do ano, saímos de sete investimentos por diferentes motivos: fechamento de capital, movimentos de preço que reduziram nossa remuneração esperada, revisões de premissas, entre outros. Por outro lado, adicionamos dez empresas ao nosso portfólio e assim começamos o ano com 17 posições compradas.

Uma destas novas posições foi um investimento nas ações da BM&F-Bovespa.

Para entender os principais motivos porque esperamos alcançar um retorno atraente neste investimento é válido entender o modelo de negócio em que a empresa atua.

² O "Turnover percentual do fundo" no período é igual ao somatório das Operações Diárias em Percentual do patrimônio líquido (OD%). Para o cálculo das OD%, o financeiro total das operações (compras mais vendas) é dividido pelo dobro do PL do dia anterior. Eventuais transações para ajustes de posição em função de aplicações e resgates são desconsideradas.

Uma bolsa de valores é uma plataforma que exerce a função de intermediadora para operações no mercado de capitais. Este processo acontece em duas etapas: a negociação dos ativos e a pós-negociação, que engloba a *clearing* e a liquidação e custódia.

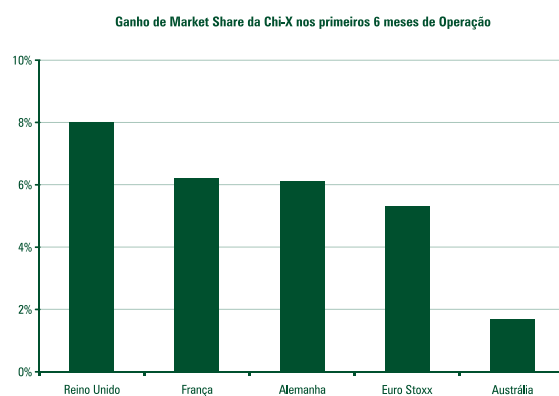
ETAPAS DA CADEIA		
Negociação	Clearing	Liquidação e Custódia
Input de ordens de compra e venda	Processamento da Operação	Ajuste Financeiro
Definição de Preço ³	Compensação de Negociações	Transferência da titularidade
Execução da Operação	Instrução de Liquidação	
	Central de Contraparte	
	Gestão de Risco e falhas sistêmicas	

Existem diferentes modelos de interação entre as etapas da cadeia. Nos EUA, a pós-negociação é feita por uma entidade sem fins lucrativos onde os próprios clientes (corretoras) são os donos; na Europa, o modelo é horizontal e fragmentado com forte competição entre as plataformas de negociação e entre as *Clearings*; já em lugares como a Austrália e o Brasil, o modelo é verticalizado e a plataforma concentra as três etapas.

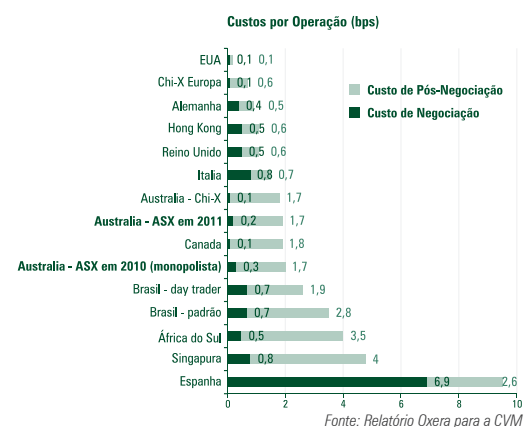
Atualmente, a BM&F-Bovespa detém o monopólio de todo o processo e, desde 2010, convive com a ameaça de entrada de outros *players* em determinados segmentos, em especial no de negociação. A evidência empírica em outros países (ex.: EUA e países europeus) sugere que a quebra deste monopólio pode ser bastante custosa para o incumbente. Em reação a essa possibilidade, os investidores passaram a exigir um retorno mais alto para investir na empresa. Enxergamos este receio como uma oportunidade. A seguir, tentamos mostrar alguns argumentos da nossa tese de investimento na BM&F-Bovespa.

Este é um mercado com forte externalidade de rede: mais usuários significam maior liquidez, e maior liquidez significa melhores preços de negócio tanto para o vendedor quanto para o comprador⁴. Para compensar a desvantagem de possuir uma base de clientes bem menor, o entrante deve praticar tarifas muito inferiores aos praticados pelo incumbente. Esta estratégia foi bem sucedida nos Estados Unidos e na Europa.

Entretanto, em lugares onde o custo de negociação representa uma parcela menor do custo total de uma operação, o entrante pode encontrar maiores dificuldades de ganhar participação de mercado. Um exemplo é o mercado australiano, onde a ASX perdeu o seu monopólio com a entrada da Chi-X em 2011 (vide gráfico abaixo). No Brasil, a política de preços adotada pela BM&F-Bovespa concentra em média mais de 70% dos custos de uma operação no pós-negociação.



Fonte: Deutsche Bank, Mondovision, IIROC, ASX



Fonte: Relatório Oxera para a CVM

Uma alternativa para o entrante no mercado brasileiro seria competir também na parte de *clearing*. Porém, neste segmento as barreiras de entrada são ainda maiores.

³ Preço que equilibra a demanda e oferta por determinado ativo.

⁴ A dinâmica é semelhante a uma plataforma de leilões eletrônicos como o eBay. Quanto mais usuários vendem no eBay, maior a variedade de produtos e assim o valor de comprar pelo eBay aumenta. Por outro lado, quanto mais usuários compram pelo eBay, maior será o número de bids, aumentando o valor de vender pelo eBay.

Ao funcionar como Central de Contraparte do mercado de capitais, a *clearing* concentra um elevado risco sistêmico. Como consequência, o capital mínimo exigido deve ser alto para evitar que o *default* de algum participante gere uma reação em cadeia. Essa característica leva a ganhos de escala importantes e diminui os incentivos para um entrante. A escala mínima para alcançar um retorno sobre o capital investido (ROIC) satisfatório é ainda maior do que no caso de uma plataforma de negociação.

Do ponto de vista do regulador, ainda existem dúvidas sobre os benefícios da competição no nível da *clearing*. Até mesmo na Austrália, onde o objetivo do governo é tornar o país um grande centro financeiro global, existe uma elevada preocupação com os riscos para a estabilidade do sistema financeiro.

A BM&F-Bovespa está executando um projeto que aumentará de forma relevante sua vantagem competitiva em relação a potenciais entrantes. A unificação das suas diferentes *clearings*⁵ resultará numa economia de escopo para os seus clientes. Entre as vantagens estão:

- Sistema de Gerenciamento de risco e de garantias integrado;
- Maior eficiência operacional;
- Eficiência de capital para os clientes ao reduzir a quantidade total das margens de garantia.

Estimativas da empresa indicam que esta nova plataforma levaria a uma economia de 20 a 25% nas garantias depositadas pelos clientes. Como diz Warren Buffet: não há melhor receita de sucesso do que fazer seus clientes ganharem mais dinheiro⁶.

Estes são alguns pontos que julgamos importantes para o equilíbrio de longo prazo do mercado. Acreditamos que as barreiras acima descritas ajudarão a empresa a manter sua escala e seu elevado retorno sobre o capital investido, mesmo com a possível entrada de um novo competidor. Vale notar que o segmento mais passível de entrada, o de negociação de ações à vista, representa aproximadamente 9% da receita total da BM&F-Bovespa.

A combinação entre sua elevada geração de caixa e o fim de importantes projetos que exigiram um alto investimento nos últimos anos possibilita uma forte distribuição de dividendos daqui para frente. Assim, mesmo negociando a um múltiplo P/L próximo de 17 vezes, a remuneração para nosso investimento chega a pouco mais de 9% real em nosso cenário base.

⁵ Atualmente a BM&F-Bovespa administra quatro *clearings* separadas: ações, derivativos, câmbio e renda fixa (títulos públicos e privados).

⁶ Trecho adaptado da Carta aos Investidores da Berkshire Hathaway de 2006.

Estas são algumas ideias básicas por trás de nossos investimentos que gostaríamos de compartilhar. Sabemos que apesar de uma análise incansável e diligente, eventualmente estaremos equivocados em algumas apostas. Em nosso negócio, o desempenho é consequência de uma combinação entre habilidade e acaso. Continuamos focados em nosso processo de tomada de decisão a fim de maximizar a contribuição do primeiro fator. Desta forma, estamos confiantes na capacidade de nossa equipe em identificar novas e boas oportunidades de alocação dos recursos do fundo.

Abaixo segue a carteira completa do fundo.

Agradecemos a confiança em nossa gestão.

Estratégias	Dezembro 2012	
	Exposição (%PL)	Exposição Normalizada
Direcional	20,65%	-
Índice Futuro	20,65%	-
Long-short		
Long	84,81%	100,00%
Instituições Financeiras	25,74%	30,36%
Mineração e Siderurgia	21,26%	25,07%
Imobiliário	10,64%	12,54%
Consumo e Varejo	10,04%	11,84%
Transporte e Logística	8,88%	10,48%
Saúde	4,13%	4,86%
Energia Elétrica	4,12%	4,85%
Hedge Long	-84,81%	100,00%
Índice Futuro	-84,81%	100,00%
Short	-1,56%	-1,84%
Instituições Financeiras	-1,00%	-1,18%
Energia Elétrica	-0,56%	-0,65%
Hedge Short	1,56%	1,84%
Índice Futuro	1,56%	1,84%
Exposição Líquida	20,65%	-
Exposição Bruta	148,96%	-

* Carteira referente ao fechamento de 31/12/2012