

Carta nº 09 | Maio de 2014

## 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%
2013	0,65%	2,68%	-0,05%	2,26%	1,90%	-0,17%	0,06%	-1,07%	-0,45%	0,11%	1,52%	-1,03%	6,51%	80,85%	-15,50%
2014	0,32%	3,47%	1,50%	2,27%									7,74%	239,41%	0,23%

Dados atualizados até 30/04/2014.

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	243.705.334,05	278.565.583,65
FIC	80.805.110,64	91.446.603,55

Dados atualizados até 30/04/2014.

	Fundo	% CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	35,87%	137,82%	-5,54%
Retorno 12M	8,64%	94,72%	-7,66%

\*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 30/04/2014.

## O Desconforto de Divergir do Consenso

Uma tese de investimento bem fundamentada é necessária, mas não suficiente para um bom resultado. Outro fator importante, e bastante desafiador, é o padrão comportamental que o gestor apresenta após o investimento ter sido realizado. Como o valor de mercado de uma empresa reflete perspectivas futuras sobre o seu desempenho operacional, o preço de suas ações acaba variando de acordo com a percepção e o humor dos agentes de mercado. O desafio consiste em separar sinais de ruídos e agir (ou não) quando existirem distorções consideráveis em relação às próprias premissas.

Nos últimos anos, um dos investidores que melhor descreveu a relevância dessa função de reação no resultado de um investimento foi *Howard Marks*, co-fundador da prestigiada gestora *Oaktree Capital Management*. Em sua última carta aos cotistas<sup>1</sup>, *Marks* discorre muito bem sobre a necessidade de assumir riscos e se permitir cometer alguns erros para que seja possível atingir retornos extraordinários ao longo do tempo – “*You have to give yourself a chance to fail*”. Na verdade, o grande diferencial pode estar na capacidade do investidor de parecer errado por um certo período de tempo, aceitando a desconfortável posição de divergência do consenso.

A decisão de manter um investimento perdedor não é tão trivial quanto possa parecer. É comum aparecerem argumentos que, à primeira vista, são razoáveis para justificar o novo nível de preço de uma ação. Na maioria das vezes é preciso muito estudo para desconstruir estes argumentos e paciência para que eles se provem equivocados. Em pouco mais de 30 meses de história do fundo, nos deparamos com algumas situações como esta. A mais recente delas aconteceu com nosso investimento em ALL.

Durante o mês de fevereiro, o valor de mercado da empresa chegou a R\$3,6 bilhões (ou R\$5,25 por ação) que em nosso cenário permitiria uma remuneração de pelo menos 15% real para o investimento. Naquele momento, alguns riscos ganharam maior relevância, como a possibilidade de perda de concessão por falta de investimentos e possíveis problemas de solvência. Não seria justo dizer que não ficamos preocupados quando nos deparamos com tais rumores, mas mantivemos a calma para pesquisar e entender a real situação da empresa.

Um dos resultados desse trabalho foi a identificação de que a empresa estava em compliance com todas as regras de concessão, inclusive investindo, em média, 30% da sua receita ao longo dos últimos seis anos, valor elevado até quando comparado à ferrovias americanas. Além disso, não identificamos qualquer problema de solvência. Muito pelo contrário. Para nós, a empresa teria a capacidade de voltar a gerar caixa livre para o acionista com o crescimento de volume e de preço esperado para este ano.

<sup>1</sup> “Dare to Be Great II” (<http://www.oaktreecapital.com/MemoTree/Dare%20to%20Be%20Great%20II.pdf>).

Aconselhamos também a leitura do livro que compila as cartas de *Howard Marks* a seus cotistas: “*The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*”.

No fim das contas, a nossa tese de investimento continuava válida e concluímos que esses riscos eram mínimos. Apesar do desconforto de divergir da visão consensual, nossa decisão foi de manter a posição.

As incertezas que nós, investidores, enfrentamos também se aplicam ao campo macroeconômico. E, como um fundo hedge, a ponderação de diferentes cenários e o que julgamos estar refletido no preço das ações nos leva a dimensionar o quanto devemos proteger nossa carteira do risco de mercado. No início deste ano, escrevemos uma carta sobre como uma inflação persistentemente mais alta é punitiva para a rentabilidade (ROE – *Return on Equity*) alcançada pelas empresas. Naquele período, também não víamos nenhum sinal de mudança de política econômica.

Desde então, dois fatores nos levaram a aumentar nossa exposição direcional, ou seja, reduzir a proteção ao risco de mercado. No primeiro momento, a correção de preços nos deixou mais confortáveis. No final de fevereiro, até mesmo ações de empresas que julgamos bem posicionadas para diversos cenários estavam sendo negociadas a múltiplos descontados, como por exemplo os bancos privados, com valor de mercado próximo de 7,5 vezes o lucro projetado de 2014.

Nos meses seguintes, outro fator foi determinante para aumentarmos ainda mais nossa exposição direcional. Enxergávamos como algo natural um aumento das intenções de voto nos candidatos de oposição ao longo do ano, afinal de contas, com o início de suas campanhas, eles se tornariam mais conhecidos. Porém, a mudança nas pesquisas, com a queda de aprovação do atual governo, aconteceu mais cedo e mais rápido do que esperávamos. Dessa forma, chegamos ao final do mês de abril com uma exposição líquida de 20%.

É possível traçar cenários tão opostos para o valuation das empresas neste ano que qualquer alteração de probabilidade terá efeitos significativos nos preços. Portanto, a menos que haja uma continuidade monotônica da tendência nas pesquisas dos últimos meses, teremos um ano com muita volatilidade e cercado de incertezas. Em momentos como este, novas oportunidades podem surgir onde o preço nos permita fazer bons investimentos.

Agradecemos a confiança em nossa gestão.

Abaixo, encontra-se a composição da nossa carteira por setores.

## Composição da Carteira

	Exposição (%PL)
<b>Ações Compradas</b>	<b>82,86%</b>
Consumo e Varejo	4,63%
Imobiliário e Shoppings	4,00%
Logística e Infra-Estrutura	10,46%
Materiais Básicos	3,29%
Petróleo	4,61%
Serviços	13,80%
Setor Financeiro	42,06%
<b>Ações Vendidas</b>	<b>-5,57%</b>
Consumo e Varejo	-3,12%
Setor Financeiro	-0,35%
Telecomunicações e Tecnologia	-2,10%
<b>Hedge</b>	<b>-54,68%</b>
Índice Futuro	-48,73%
Opções de Índice	-5,95%
<b>Caixa</b>	<b>22,72%</b>
<b>Exposição Líquida</b>	<b>22,61%</b>
<b>Exposição Bruta</b>	<b>143,11%</b>

Carteira referente ao fechamento de 30/04/2014

## Mais Informações

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas do Opportunity Equity Hedge FIC FIM. - Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito/FGC. - Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. - Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. - O objetivo do Opportunity Equity Hedge FIC FIM consiste apenas em um referencial, não havendo garantia que o mesmo será atingido. 05/2014