

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2010

Prezados cotistas,

2009 marcou o primeiro ano “cheio” (doze meses completos) de operação para os fundos da Squadra, já que estes iniciaram suas atividades em 31 de março de 2008. O Squadra Long-Biased FIC FIA subiu 98,66% no ano e 58,34% desde seu início, enquanto o Squadra Long-Only FIA teve uma performance de 157,83% no ano e acumula alta de 81,6% desde que começou. O Ibovespa avançou 82,66% em 2009 e 13,28% desde 31 de março de 2008, enquanto o IBX subiu 72,83% e 8,82%, nos mesmos períodos.

Os resultados obtidos por nossos 2 fundos nos deixaram satisfeitos. Nossa satisfação vem do fato de esperarmos que nossa performance relativa aos principais índices de bolsa seja melhor nos anos/períodos de *bear market* do que nos de *bull market*, especialmente no caso do Squadra Long-Biased FIC FIA. Temos tal expectativa em função de nosso estilo de investimento, que dá atenção especial ao risco de perda permanente de capital. Na análise de um investimento, damos a mesma ou mais atenção aos seus riscos do que ao seu potencial de valorização. Além disso, buscamos investir em companhias que tenham uma dinâmica de criação de valor intrínseco própria (seja interna ou em sua indústria, por exemplo) e que não dependa simplesmente do desempenho de temas macro ou da elevação de múltiplos de mercado. Esse tipo de investimento, além de ser mais descorrelacionado com o mercado, costuma “ficar para trás” em ambientes de forte valorização das bolsas, pois os investidores geralmente buscam histórias que aceitem projeções mais agressivas ou, em outras palavras, sonhos mais altos. Por sua vez, as ações dessas mesmas empresas tendem a sofrer menos quando a realidade não se mostra tão favorável quanto se imaginou. Quando se trata de investir em ações, sonhar alto e sonhar baixo certamente não custam a mesma coisa. O fato de por muitas vezes possuímos estratégias de seguros (das quais trataremos mais adiante) em nosso fundo Long-Biased também contribui para a expectativa de performance relativa aos índices, conforme citado no começo deste parágrafo.

Cabe ressaltar que consideramos míope qualquer análise da performance de fundos de investimento em ações num prazo de 12 ou mesmo 21 meses, principalmente em um período onde a volatilidade dos mercados foi bem acima do “normal”. Quanto menor o prazo e maior a volatilidade, maiores são as chances do fator aleatoriedade – comum à nossa atividade – aumentar sua influência na performance dos portfólios.

No final de 2008 o mundo ainda vivia bastante abalado por toda a crise financeira pela qual estava passando e era comum escutar a expressão “feliz 2010!”, numa alusão (com uma pitada de humor negro) ao ano perdido que estava por chegar. A pior crise desde 1929 aterrorizou os mercados pois era impossível prever as consequências que uma ruptura do sistema financeiro dos Estados Unidos poderia causar não apenas àquele país mas a todo o planeta. Em uma série de entrevistas recentes ao *The Wall Street Journal*, Warren Buffett contou detalhes a respeito de negociações que envolveram sua empresa – Berkshire Hathaway – durante os momentos mais severos da crise. Disse que a situação era algo que ele nunca havia vivido antes e que “o público americano e o Congresso não entendiam completamente a gravidade dos problemas”. E completou: “Eu pensei que nós estávamos realmente à beira do abismo.”

Um ambiente de grande incerteza tomou conta do mundo e atingiu o Brasil também. Nossa moeda sofreu forte desvalorização, companhias de grande porte como Sadia e Aracruz praticamente quebraram em função de operações com derivativos cambiais, o custo de captação elevou-se bastante até mesmo em operações simples e de baixo risco como o desconto de recebíveis de cartão de crédito, as empresas revisaram para baixo seus planos de investimento entrando quase todas no que chamaram de “regime de preservação de caixa”, boatos de corrida bancária atingiram um dos maiores bancos privados do país e uma série de outros eventos evidenciaram que o *credit crunch* havia nos atingido também.

Medidas drásticas e inéditas foram tomadas por governos e bancos centrais de vários países a fim de socorrer seus sistemas financeiros de um colapso. Não se pode negar que tais medidas surtiram efeito já que a confiança dos agentes de mercado foi restabelecida e o crédito, o qual havia praticamente congelado, aos poucos retornou a níveis “normais”.

Hoje não nos vem à cabeça um nome sequer entre os mais otimistas que acreditava na performance verificada tanto na economia quanto na bolsa brasileira. Houve uma forte e rápida recuperação dos mercados de capitais mundo afora, com seus principais índices de bolsa experimentando um dos maiores *rallies* da história. O *low* da grande maioria dos mercados - desde o início da crise - foi atingido em março de 2009 e, a partir de então, índices como o S&P 500 (EUA), FTSE (Inglaterra) e Hang Seng (Hong Kong) subiram 65%, 54% e 93% respectivamente, até o final do ano praticamente em linha reta. O Ibovespa subiu 88% do seu ponto mais baixo ao longo do ano de 2009, também atingido em março, embora tenha tido seu *low* desta crise no final de outubro de 2008, quando desde então subiu 133% até o dia 31 de dezembro último.

De que forma deveria se comportar um investidor fundamentalista como nós, em um ambiente de alta incerteza e volatilidade como o vivenciado ao longo dos 21 meses de existência dos fundos da Squadra? Antes de responder a esta difícil e importante questão, não nos custa lembrar que um mês após o lançamento de nossos fundos e no dia em que na prática abrimos para captações, o Brasil recebia o seu primeiro grau de investimento pela agência S&P, colaborando para que o Ibovespa atingisse sua máxima 20 dias depois. Retornando à pergunta, poderíamos resumir nossa resposta à afirmação de Warren Buffett sobre como se comportou durante este período: “Nós não fizemos todas as coisas inteligentes. Nós não fizemos nada realmente estúpido.” Mantivemos nossa filosofia de investimento, procurando por ações de empresas que apresentassem, em primeiro lugar, risco de perda permanente próximo de zero, já que após a forte queda da bolsa os *upsides* pareciam tão grandes que tornavam difícil sua comparação. Além disso, evitamos em grande parte as companhias que continham maior risco de projeção dado que as incertezas dificultavam qualquer tentativa de normalização de lucro das empresas mais cíclicas.

Após os primeiros sinais de que os riscos de colapso dos sistemas financeiros haviam diminuído consideravelmente, decidimos comprar mais das ações que já gostávamos pois nosso contato quase que diário com o *management* de diversas companhias nos mostrava que o cenário era de grande incerteza mas de risco baixo dado os *valuations* da época (de 1º de setembro a 31 de dezembro de 2008 nossa equipe realizou mais de 90 reuniões com empresas abertas e fechadas no Brasil).

O melhor exemplo da estratégia adotada por nós talvez seja o investimento na empresa MPX Energia, iniciado em outubro de 2008 e que durante boa parte do ano de 2009 representou nossa maior posição em ambos os fundos. Fundada em 2001 por Eike Batista, a MPX é uma empresa que investe em projetos de geração de energia elétrica priorizando empreendimentos termoeletrônicos no Brasil. Apesar do considerável período de existência, a companhia ganhou escala relevante somente em 2007 com a contratação de 720 MW médios, via leilões do Governo Federal. Ao final daquele ano, levantou R\$2,0 bilhões em uma oferta primária de ações com o objetivo de financiar não só os projetos já contratados – que demandariam algo em torno de R\$700 milhões de *equity* – bem como outros projetos já mapeados com potencial para disputar os próximos leilões nacionais. À época do *IPO*, precificada a R\$6,9 bilhões de valor de mercado para um patrimônio líquido de R\$2,0 bilhões, preferimos acompanhar “de fora” o desempenho da companhia por considerar excessivo o prêmio a ser pago *ex ante* pelo crescimento de uma *utility* como a MPX. Com o desenrolar da crise financeira de 2008, as ações da MPX entraram em processo de forte desvalorização, aproximando-se cada vez mais de seu valor patrimonial. Foi então que aceleramos os estudos. Iniciamos nosso investimento na companhia no início de outubro quando suas ações negociavam a 70% do *book value*. No meio do mês, precificada abaixo de 50% do valor patrimonial, a companhia tornou-se a maior posição de nossos fundos. Àquela altura a MPX havia contratado outros 360 MW médios, elevando seu caixa comprometido com investimentos em máquinas e equipamentos de usinas termoeletrônicas para R\$1,1 bilhão. Investíamos em uma empresa cujo valor de mercado igualava-se ao seu caixa não comprometido, fazendo com que levássemos “de graça” seus 3 projetos já contratados - Benjamin Graham teria se deliciado com o número de empresas que negociaram abaixo de seu *book value* ou valor de reposição no Brasil, caso ainda fosse vivo. Dado que o cenário de liquidação era apenas hipotético pois a companhia pretendia tocar adiante seus empreendimentos contratados, focamos nossa análise no estudo detalhado dos *economics* dos projetos e em seus riscos de execução. Concluímos que seus retornos projetados eram atraentes e superiores aos encontrados na média de seu setor de atuação. Também nos certificamos de que caso a companhia desistisse de tocá-los adiante, o caixa comprometido de R\$1,1 bi seria mais do que suficiente para pagar a multa imposta nos contratos. Acreditamos que isto só aconteceria em situações

extremas, mas a crise que vivíamos exigiu até mesmo este tipo de investigação. A combinação de um negócio bastante previsível (após a entrada em operação de seus projetos a companhia teria um fluxo de caixa mínimo garantido por 15 anos), um time de executivos experientes no setor e alinhado com seus acionistas, além do risco de perda permanente de capital próximo a zero fez com que a MPX Energia se tornasse o maior investimento de nossos fundos durante sete meses (de outubro de 2008 a maio de 2009). Após uma valorização de 357% entre seu *low* e nossa última venda, hoje não somos mais acionistas da empresa.

Nosso processo de seleção de ações foi e é acompanhado por uma permanente busca por estratégias de seguros que visam nos proteger contra eventos imprevisíveis, sejam estes relacionados diretamente às companhias investidas ou ao mercado acionário como um todo. É importante mencionar que não temos como meta trabalhar sempre com seguros, nem mesmo possuímos um orçamento para a utilização de tais estratégias. O que fazemos constantemente é procurar por seguros baratos, que façam sentido, de acordo com a composição de nosso portfólio e com o ambiente de investimento com o qual estejamos lidando. Desde o seu início – mas não por todo o tempo - o fundo Long-Biased possui seguros, que vão desde o investimento em ações através de estratégias montadas com opções até proteções *out-of-the-money* contra a desvalorização de certos índices de bolsa. Estes últimos contribuíram positivamente para a performance do fundo durante o período de desvalorização dos mercados, especialmente em 2008. No entanto representaram um *drag* de performance durante a rápida recuperação que se verificou a partir de março de 2009.

Ao longo do ano, mantivemos poucas posições *short* no fundo Long-Biased. Vale lembrar que costumamos encarar investimento *short* como centro de lucro e não uma estratégia específica de hedge do portfólio *long*. Nosso processo de investimento para operações *short* é o mesmo das operações *long*, ou seja fruto de intensa análise *bottom-up*.

O fundo Long-Biased teve um *net exposure* médio de 62,44% durante 2009, oscilando entre 43,93% e 79,76% ao longo do ano, tendo encerrado o exercício em 63,4%. É importante que nossos investidores compreendam que o *net exposure* do fundo Long-Biased é consequência de um processo *bottom-up* de construção de portfólio, onde o quanto queremos ter investido em cada companhia (*long* ou *short*) se sobressai a nossas opiniões *top-down*. Dessa forma, podemos ter um *net exposure* mais baixo em função de alguma posição *short* mais relevante, ou mesmo estar vivendo um período natural de "entressafra" do processamento de novas posições, durante o qual decidimos não comprar mais das mesmas empresas simplesmente para aumentar o *net exposure* do fundo. O fundo Long-Only trabalhou com um *exposure* médio de 90,3%, terminando o ano em 89,53%. O Ibovespa teve apenas um mês negativo ao longo do ano passado e foi justamente neste mês (junho) que o Squadra Long-Biased FIC FIA (+2,93%) superou o Squadra Long-Only FIC FIA (+2,38%). A performance superior de nosso fundo Long-Only em relação a nosso fundo Long-Biased deve-se principalmente à diferença de *net exposure* médio entre eles ao longo do ano, já que a carteira de ações do primeiro foi sempre muito parecida com a do segundo, conforme esperado. Também contribuiu para a tal *outperformance* o fato de o Squadra Long-Biased FIC FIA ter cobrado performance de seus cotistas, enquanto o Squadra Long-Only FIC FIA beneficiou-se de sua estrutura de taxa de administração apenas.

Não tivemos a mesma habilidade na determinação do *net exposure* da estratégia *long-biased* que tivemos na seleção de suas ações desde o início de nossas atividades. Entretanto, acreditamos que realmente passamos por um momento único em nossas carreiras, que ocorreu justamente no começo de vida da Squadra quando ainda não estávamos com nossos processos tão afinados como agora. É impossível afirmar qual dos 2 fundos terá **maior** desempenho ao longo dos anos. A resposta para esta questão passa não só por nossa capacidade de proteger o Long-Biased dos mais severos *drawdowns* do mercado e de torná-lo mais parecido com o nosso Long-Only durante seus períodos de maior avanço, como também por fatores completamente fora de nosso controle como por exemplo a duração de períodos de irracionalidade de mercado, sejam eles de euforia ou de pânico. Além disso, não podemos deixar de destacar que a estratégia *long-biased* possui a alternativa de gerar retornos positivos através de posições *short* e de *pair trades*. Apostamos no entanto, que a **melhor** (e não a maior) performance virá do Squadra Long-Biased FIC FIA, por este possuir mais ferramentas na busca de retornos superiores ajustados ao risco incorrido.

Estamos iniciando o ano de 2010 otimistas com as perspectivas para o desempenho operacional da grande maioria das companhias do Brasil. Afinal, a economia brasileira destacou-se como uma das que menos sentiu os efeitos da crise mundial e nosso país passou a ser apontado entre os que possuem o maior potencial de crescimento nos próximos anos. A situação favorável em que o Brasil encontra-se, de certa forma já se refletiu no desempenho

relativo das ações de nossas empresas. O Ibovespa aproxima-se de sua pontuação máxima (mesmo em dólares) e muitas empresas já superaram seus *highs*, situação diferente da maior parte das bolsas ao redor do mundo, inclusive de países emergentes. Não encontramos mais barganhas atualmente como há um ano atrás. Os múltiplos de grande parte das companhias – em especial daquelas mais ligadas ao consumo interno - já indicam que o mercado espera crescimento elevado em seus lucros. Apesar de parte de nosso portfólio de ações ser composta por empresas desse “grupo” atualmente, na grande maioria dos casos, temas internos às companhias - como por exemplo a captura de sinergias advindas de processos de fusão ou aquisição - predominam aos externos no que diz respeito a criação de valor intrínseco. O *net exposure* do Squadra Long-Biased FIC FIA encontra-se ao redor 60%, refletindo de um modo geral quanto queremos ter de nosso patrimônio (os sócios da Squadra possuem a maior parte de seu patrimônio neste fundo) investido em cada companhia. Aliado a esse posicionamento, construímos/aumentamos recentemente algumas estratégias de proteção através de opções *out-of-the-money* que esperamos nos dêem uma maior tranquilidade para “navegar” em uma eventual piora substancial do ambiente de investimentos. Assim como nos investimentos em ações, a melhor hora de se comprar um seguro barato é quando você os identifica.

Nosso portfólio mantém uma aderência muito baixa ao Ibovespa. Em 31 de dezembro de 2009 a interseção* entre o portfólio de ações da estratégia *long-only* e o Ibovespa era de apenas 5,39%. A interseção média deste fundo foi de 7,67% com o Ibovespa ao longo de 2009, de 13,57% desde o início do fundo, dada a nossa abstração a qualquer tipo de indexação.

Gostaríamos de terminar esta nossa carta anual agradecendo aos nossos cotistas pela confiança depositada em nossa empresa desde seu início, aproveitando para reafirmar que os principais fundamentos que nos levaram a criar a Squadra, quais sejam uma equipe experiente e unida em torno de um só objetivo coletivo, a busca por uma base de investidores diferenciada, uma filosofia de investimento clara e disciplinada e o máximo alinhamento de interesses possível entre sócios e investidores, continuam sólidos e em constante evolução.

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

Feliz 2010!

* Mede o grau de semelhança entre o portfólio de ações do fundo e a carteira que compõe o índice. Exemplificando, um fundo tem 10% de Petrobrás, 25% de Vale em sua carteira e o resto de seu portfólio é formado por ações que não estão no índice. O índice tem 20% de Petrobrás, 15% de Vale e os demais 65% em outros papéis. A interseção é de 25% (10% Petrobrás + 15% Vale). Um fundo indexado ao Ibovespa deveria ter um portfólio exatamente igual à carteira do índice e, por consequência, uma interseção de 100%.

Glossário:

bear market: mercado com tendência de baixa

bottom-up: estratégia de investimento onde o fundamento das companhias é mais relevante que fatores macroeconômicos

bull market: mercado com tendência de alta

credit crunch: aperto de crédito

drawdown: perda, desvalorização

net exposure: exposição líquida

out-of-the-money: fora do dinheiro (uma opção de compra está out-of-the-money se o preço do ativo referente está abaixo do preço de exercício)

pair trades: estratégia de investimento em pares (compra de um ativo atrelada a venda de outro)