

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2012

Prezados cotistas,

**Nossa performance**

	2011		Últimos 3 anos		Desde o início	
	Rentabilidade	Exposição líquida média	Rentabilidade anualizada	Exposição líquida média	Rentabilidade anualizada	Exposição líquida média
Squadra LB	12,6%	26,0%	39,9%	46,6%	22,9%	48,6%
Squadra LO	-0,8%	81,3%	49,8%	88,7%	25,6%	89,2%
Ibovespa	-18,1%	n.a.	14,8%	n.a.	-1,7%	n.a.
IBrX	-11,4%	n.a.	16,4%	n.a.	-0,3%	n.a.
IPC-A+6% a.a.	12,9%	n.a.	11,9%	n.a.	11,9%	n.a.

O ano de 2011 marcou o aniversário de 3 anos dos fundos da Squadra, os quais iniciaram sua operação em 31/03/2008. A partir desta data passamos a poder fazer uma análise menos “curto prazista” de nossos resultados, por considerarmos o período de 3 anos como sendo o mínimo necessário para melhor avaliar o desempenho de fundos de ações. Acreditamos que, até o momento, atingimos o principal objetivo da Squadra: obter o maior resultado de longo prazo possível incorrendo no mínimo de risco de perda permanente de capital, através do investimento em ações.

A performance de nossos fundos no ano de nosso terceiro aniversário deixou-nos satisfeitos. A rentabilidade relativa de +37,5% do Squadra LB sobre o Ibovespa foi recorde (que dificilmente será igualado no futuro) para um mesmo ano. A *outperformance* de 21,2% do Squadra LO ficou dentro do que esperamos do fundo, mais em relação à direção do que ao montante, para períodos de perda significativa dos principais índices de bolsa.

Desde o início de suas atividades, nossos dois fundos tiveram uma *outperformance* superior a 23% a.a. sobre os dois principais índices de bolsa do Brasil. Além disso, em cada um dos quatro primeiros anos (em 2008 foram nove meses apenas), ambos os fundos apresentaram desempenhos melhores do que os índices. Trata-se de dois feitos que não esperávamos que fossem ocorrer quando fundamos a Squadra. Infelizmente nossa opinião é a mesma de quatro anos atrás. Não “ganharemos” dos índices todos os anos, assim como nossa performance relativa de longo prazo não será da mesma magnitude da atingida até o presente momento. A propósito, o novo ano inicia-se como um forte candidato a ser o primeiro de *underperformance*, pois janeiro de 2012 foi o pior mês de resultados relativos para os fundos da Squadra, em toda nossa história.

Desde nossa primeira carta enfatizamos que um fundo de ações não deve ser julgado pelos seus resultados de um ano. Três são as principais razões para que se faça essa análise menos “curto prazista”: influência da aleatoriedade nos resultados de curto prazo, risco incorrido pelos gestores e importância dos retornos compostos.

- Para maiores esclarecimentos, favor verificar as informações sobre os fundos no final do material Squadra Long-Biased FIC FIA (“Squadra LB”)

Squadra Long-Only FIC FIA (“Squadra LO”)

- Os índices IBrX, IPC-A+6% a.a. e Ibovespa são meras referências econômicas, e não meta ou parâmetro de performance dos Fundos Squadra Long-Biased FIC FIA ou Squadra Long-Only FIC FIA

O fato de praticamente não encontrarmos na imprensa rankings dos melhores fundos do dia ou da semana demonstra o reconhecimento da existência da aleatoriedade nos resultados conseguidos em curto espaço de tempo. Para nós, mesmo um período de doze meses é insuficiente para diminuir a importância do acaso no investimento em ações, essencialmente para aqueles com perspectiva de longo prazo. Um portfólio hipotético com vinte ações, cujo retorno anual esperado de cada uma seja de 25% pelos próximos cinco anos, pode subir 51,7% em doze meses. Basta para isso que a totalidade dos investimentos atinja seus *price targets* em apenas um ano, com uma taxa de desconto utilizada de 15% a.a.. Um resultado desses possivelmente colocaria qualquer fundo entre os melhores de um ano “normal”. No entanto, somente a sorte poderia explicar a conjunção de fatores necessária para que todas as vinte ações subissem desse modo em um mesmo ano. É difícil que um investidor consiga se diferenciar consistentemente em um ambiente de investimento altamente competitivo. Mas fazer a coisa certa no *timing* correto, sempre, é algo impossível. É mais comum notarmos a ocorrência de eventos improváveis explicando performances anuais fantásticas, do que o reconhecimento da sorte como sua causa por parte dos gestores. Como disse Friedrich Nietzsche, “nenhum vitorioso acredita no acaso” (“no victor believes in chance”).

Quanto menor o intervalo de análise de um fundo de ações, mais complicada é a avaliação do grau de risco que um gestor costuma correr. Na Squadra encaramos risco como sendo algo muito mais subjetivo do que quantificável. Além disso, como mais coisas podem acontecer do que irão acontecer, o curto prazo pode não ser suficiente para punir aquele investidor que arriscou mais do que devia. A análise de resultados de longo prazo, com especial atenção para a performance em anos ruins de mercado, é a melhor maneira de se avaliar (a uma certa distância) a gestão de risco de um gestor.

Por fim, os investidores que prestam atenção demais aos resultados de curto prazo correm o risco de esquecer que os retornos que realmente importam são os compostos. Fundos de ações não são times de futebol. A festa dos torcedores após a conquista de um título por seu clube do coração é imensa. Não importa se o time sagrou-se campeão somando 60 ou 80 pontos, nem se ficou em terceiro ou em décimo terceiro lugar no ano anterior. A celebração é a mesma. Observamos que muitos investidores de fundos acabam se comportando como os torcedores de futebol. O cotista do “fundo campeão do ano” tende a chegar mais feliz em um jantar com amigos do que aquele que investiu no quarto colocado do ranking anual, por exemplo. Dessa forma, ignoram que ao contrário de um campeonato de futebol, quantos pontos percentuais um fundo subiu ou, principalmente, deixou de cair em um ano faz bastante diferença no longo prazo. Imaginem um grupo de amigos que investem em fundos de ações a mesma quantia, sendo que três investem em fundos passivos e dois em fundos ativos, A e B. Ao final dos quatro primeiros anos, o fundo A subiu 30% todo ano, enquanto o índice e o fundo B valorizaram-se 25% a.a. e 20% a.a., respectivamente. No quinto ano, o fundo A e o índice desvalorizam-se 20%, enquanto o fundo B segue sua trajetória e avança mais 20%. Ao final desses cinco anos, o investidor do fundo B tem mais dinheiro do que seu amigo do fundo A e do que aqueles que investiram indiretamente no índice. O problema, do ponto de vista psicológico, é que o investidor do fundo B teve que conviver com resultados abaixo da média durante quatro anos consecutivos, o que muito provavelmente o fez chegar cabisbaixo aos jantares dos amigos investidores em fundos. Os efeitos dos retornos compostos precisam de períodos longos para aparecer e costumam fazer muita diferença principalmente em classes de ativos voláteis, que apresentam resultados negativos vez por outra, como é o caso de ações.

## **O Ano de 2011**

---

Praticamente todos os índices de bolsa da Europa (FTSE 100 -5,6%, DAX -14,7%, STOXX 50 -17,1%) e do mundo emergente (MSCI Emerging Markets -18,8%, Hang Seng -20,0%, Shanghai 300 -25,0%, Ibovespa -18,1%) terminaram o ano passado com perdas, enquanto as bolsas americanas ficaram estáveis (Dow Jones 5,53%, S&P 500 -0,01%, NASDAQ -1,8%). Os mercados sentiram os efeitos do

desenrolar da crise econômica européia, de eventos como o primeiro rebaixamento da história dos títulos da dívida americana e da desaceleração do crescimento das economias dos países em desenvolvimento. No caso específico do Brasil, as estimativas para o PIB foram constantemente revistas para baixo durante o ano e na mais recente pesquisa publicada pelo Banco Central, analistas do mercado financeiro previram que tenha ficado abaixo de 3%.

Em nossa última carta de final de ano, afirmamos estar com dificuldades em encontrar boas oportunidades de investimentos entre a maioria das empresas que julgamos conhecer bem. Este cenário não se alterou muito ao longo de 2011, o que contribuiu para que o nível de caixa de nossos dois fundos ficasse acima de suas médias históricas. O *net exposure* médio do Squadra LB acabou impactado também por investimentos *short* maiores do que em outros anos, além de um *book* de seguros significativo.

Por sinal, o melhor desempenho do Squadra LB vis-à-vis o Squadra LO pode ser explicado resumidamente pela contribuição positiva de nossos *shorts* e de nossa estratégia de seguros, nesta ordem. Tal estratégia é frequentemente revista e adaptada aos fatores de risco aos quais o portfólio está exposto. No ambiente de grande incerteza por que passa as economias desenvolvidas, os seguros do Squadra LB vêm exercendo seu papel de acordo com o que esperamos deles. Representaram um *drag* de performance para o fundo em 2009 e 2010 e geraram valor em 2008 e 2011, graças ao tipo de retorno apresentado pelos mercados em cada um dos anos. Nosso *book* de seguros continua relevante no início de 2012, priorizando as estratégias de hedge mais correlacionadas possível com os ativos do portfólio, embora nem sempre seja viável obter proteção somente através delas.

Entramos em 2012 com uma visão muito parecida com a qual começamos 2011, a respeito da condição geral do mercado acionário brasileiro. Vem do inglês a expressão que melhor resume nosso sentimento em relação à maioria das ações de empresas que acompanhamos: “fairly priced”. O que nos sugere que, aos preços atuais, seus retornos de longo prazo serão apenas “fair”. A combinação de ativos “fairly priced” com o tipo de incertezas macroeconômicas, com as quais estamos convivendo, torna o *stock picking* e a gestão de risco - via utilização de seguros e manutenção de um nível de caixa maior que o usual - ainda mais importante. Não nos cansa lembrar que o *net exposure* de nossos fundos é resultado da construção *bottom up* dos portfólios, logo alguns novos investimentos *long* ou *short* podem impactá-lo de forma relevante. Não aguardamos por eventos específicos, como o default de um país ou a falência de um grande banco, que resultem em preços atraentes para comprar um ativo. Nosso trabalho é determinar o preço que justifique o investimento e esperar por ele com paciência. Não há conforto maior para a realização de um investimento do que se pagar o preço certo por ele.

### **Risco: Controlar versus Evitar**

---

Um dos maiores mitos do mundo dos investimentos é a gestão de risco. Todos reconhecem sua importância e o debate em torno do assunto é frequente. Por isso, muitas métricas foram desenvolvidas para tentar medir o nível de risco de um investimento e de um portfólio. No entanto, como os riscos da atividade de investir não são precisamente quantificáveis, essas medidas acabam muitas vezes gerando uma falsa sensação de controle.

Fato é que, independente do grau da dificuldade, controlar riscos é algo que todo investidor precisa fazer. Risco tem a ver com perdas e minimizá-las é crucial para a obtenção de retornos superiores a longo prazo. “Outperformar” nos piores períodos de mercado costuma mais do que compensar a *underperformance* em seus melhores momentos. Não só matematicamente como também psicologicamente. Vem daí nossa inclinação pelo *defensive investing*.

Na tabela a seguir, utilizamos o exemplo do Ibovespa como ilustração dos efeitos de se evitar as grandes perdas nos retornos de longo prazo, mesmo que para isso o investidor tenha que se privar de participar

dos grandes ralis. Comparamos o retorno do índice em 13 períodos de 5 anos cada, com intervalo de 1 ano entre eles, com a performance que o mesmo teria tido caso não tivessem existido os 3 melhores e os 3 piores meses de desempenho (o que chamamos de “Ibovespa ex-outliers”).

<b>Data final</b>	<b>Ibovespa</b>	<b>Ibov ex-outliers</b>
Dezembro-99	292.6%	473.9%
Dezembro-00	254.9%	418.9%
Dezembro-01	92.9%	181.9%
Dezembro-02	10.5%	47.0%
Dezembro-03	227.8%	208.5%
Dezembro-04	53.3%	67.7%
Dezembro-05	119.2%	137.3%
Dezembro-06	227.6%	249.5%
Dezembro-07	466.9%	402.5%
Dezembro-08	68.9%	83.7%
Dezembro-09	161.8%	178.2%
Dezembro-10	107.2%	126.1%
Dezembro-11	27.6%	40.0%
<b>Média</b>	<b>162.4%</b>	<b>201.2%</b>

Em 11 dos 13 períodos de 60 meses, o retorno do “Ibovespa ex-outliers” superou o do índice. Na Squadra, concordamos com aqueles que dizem que a primeira regra para se ganhar dinheiro é não perder.

Nossa preferência por *defensive investing* não pode ser confundida com aversão a risco. Howard Marks definiu bem a diferença entre controlar risco e evitar risco: “Risk control is the best route to loss avoidance. Risk avoidance, on the other hand, is likely to lead to return avoidance as well.” Corremos risco sempre que nos sentimos bem remunerados para tal e não porque outros o estão fazendo, pois nos incomoda mais perder dinheiro do que oportunidades. Não significa dizer que não corremos os riscos que identificamos como bons, aqueles onde o tradicional desconforto de carregar uma posição é menor. Geralmente isso ocorre quando enxergamos baixo risco de (pequena) perda permanente de capital e não quando o *upside* e *downside* são simultaneamente altos. O ano de 2009 é um bom exemplo em que essa situação aconteceu para o mercado acionário de forma geral, oferecendo-nos algumas das melhores oportunidades de investimento de nossas carreiras.

Controlar risco administrando recursos de terceiros é tarefa ainda mais complexa. Não são raros os momentos em que um gestor se vê obrigado a escolher entre qual risco correr: o de perder dinheiro junto com o “mercado” ou o de carreira. Apenas com um portfólio suficientemente diferente da média é possível gerar retornos superiores. Entretanto, esta diferenciação coloca a carreira do gestor em risco. Mesmo que seus investimentos se provem acertados no longo prazo, muitos fundos não resistem a *underperformance* de curto prazo. Um ou dois anos de resultados relativos ruins costumam ser fatais, especialmente para fundos novos, culminando em uma grande quantidade de resgates. Por isso, na maioria das vezes os investidores preferem caminhar (bem ou mal) com a média, correndo o risco de perder dinheiro para seus cotistas mas protegendo sua instituição. O risco de *underperformance* momentânea é algo intrínseco àqueles que “outperformam”. O gestor que busca retornos superiores precisa correr o risco de carreira, podendo até minimizá-lo – mas nunca eliminá-lo – através de uma base de cotistas qualificada que sabe o que esperar dos fundos onde investe.

Na Squadra, o controle de risco é praticado através da gestão de três aspectos igualmente importantes:

- 1) Risco do ativo: iniciado pelo trabalho de pesquisa das companhias com especial atenção para a qualidade do negócio, da administração e do balanço, até chegar na determinação de um intervalo de valor intrínseco que nos permita investir com margem de segurança.
- 2) Riscos do portfólio: preocupação com correlação de riscos entre os ativos (diversificação), flexibilidade em cenários de forte correção dos mercados (liquidez), proteção (caixa e seguros) contra eventos improváveis que provavelmente ocorrerão de tempos em tempos e, por fim mas não menos relevante, a constante avaliação da qualidade e quantidade dos ativos sob gestão.
- 3) Risco-Squadra: pessoas experientes encarregadas da gestão dos fundos e da empresa em um ambiente que funciona como *sounding board* para os tomadores de decisão, alinhamento de interesse entre os sócios (ausência de P&Ls individuais), alinhamento de interesse entre sócios e cotistas (maior parte do patrimônio dos sócios da Squadra está investida na estratégia Long-Biased) e estrutura enxuta que permite aos sócios focar na atividade principal da empresa que é investir.

Na próxima tabela, comparamos os resultados dos fundos master (uma *proxy* do retorno dos portfólios) do Squadra LB e do Squadra LO, com o Ibovespa. Procuramos destacar o impacto que a *outperformance* em períodos de retorno negativo do mercado possui, nos resultados finais de nossos fundos. Fizemos esse estudo para o prazo total de existência dos fundos, bem como excluindo na segunda tabela os anos de 2008 e 2009, cuja volatilidade do mercado mostrou-se muito acima do “normal”.

Desde 31/03/2008	Master Long-Biased	Master Long-Only	Ibovespa
Rentabilidade	168.4%	163.4%	-6.3%
Retorno dos meses de rentabilidade positiva	314.9%	450.2%	263.5%
Número dos meses de rentabilidade positiva	34	31	22
Mediana dos retornos dos meses de rentabilidade positiva	3.1%	4.0%	6.1%
Retorno dos meses de rentabilidade negativa	-35.3%	-52.1%	-74.2%
Número dos meses de rentabilidade negativa	11	14	23
Mediana dos retornos dos meses de rentabilidade negativa	-1.2%	-2.7%	-4.0%

Desde 31/12/2009	Master Long-Biased	Master Long-Only	Ibovespa
Rentabilidade	46.8%	37.7%	-17.3%
Retorno dos meses de rentabilidade positiva	52.3%	63.9%	52.1%
Número dos meses de rentabilidade positiva	19	15	9
Mediana dos retornos dos meses de rentabilidade positiva	1.9%	2.7%	2.4%
Retorno dos meses de rentabilidade negativa	-3.6%	-16.0%	-45.6%
Número dos meses de rentabilidade negativa	5	9	15
Mediana dos retornos dos meses de rentabilidade negativa	-0.3%	-2.4%	-3.9%

**Squadra Master Long-Biased FIA (“Master Long-Biased”)** Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Emissão de cotas: D+1; no resgate: D+0; pagamento do resgate D+1; Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Taxa de Administração mínima: 0,2% a.a.; Taxa de Administração Máxima: 0,5% a.a

**Squadra Master Long-Only FIA (“Master Long-Only”)** Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Emissão de cotas: D+1; no resgate: D+0; pagamento do resgate D+1; Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Taxa de Administração mínima: 0,2% a.a.; Taxa de Administração Máxima: 0,5% a.a

Apesar de não ser longo o histórico de nossos fundos, já começamos a observar resultados em linha com o que desejamos no que diz respeito a nossa gestão de risco.

Como de costume, estamos à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Equipe da Squadra

---

Glossário:

outperformance: desempenho acima do referencial

underperformance: desempenho abaixo do referencial

price targets: preço alvo

net exposure: exposição líquida

short: posição vendida

drag: ônus

proxy: representante

fairly priced: Moderadamente / Razoavelmente precificado

fair: Moderado / Razoável

stock picking: seleção de ações

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

defensive investing: investir de forma defensiva

outliers: eventos que divergem muito da média

upside: Potencial de ganho

downside: Potencial de perda

sounding board: forum de debate

"Risk control is the best route to loss avoidance. Risk avoidance, on the other hand, is likely to lead to return avoidance as well." – controle de risco é o melhor caminho para se evitar perdas. Evitar risco, por outro lado, costuma levar a que se evite o retorno também."