

Rio de Janeiro, 18 de julho de 2011

Prezados cotistas,

Pela primeira vez, desde o início de sua operação, o Squadra Long-Biased FIC FIA possui um portfólio considerável de ações *short*. Decidimos escrever uma carta semestral, para compartilhar com os senhores alguns pensamentos a respeito da atividade de *short selling* e como a tratamos em nosso fundo.

### **Nossa performance**

---

Em 2011, até 30 de junho, o Squadra Long-Biased FIC FIA (“Squadra LB”) subiu 4,8%, enquanto o Squadra Long-Only FIC FIA (“Squadra LO”) caiu 0,2%. O Ibovespa e o IBrX tiveram performances negativas de 10,0% e 6,7%, respectivamente, no mesmo período. Com 3,3 anos de existência o Squadra LB acumula alta de 102,3% e seu retorno anualizado é de 24,2%, enquanto o Squadra LO valorizou-se 136,8%, ou 30,4% ao ano. Nesses últimos 39 meses o Ibovespa subiu 3,1% e o IBrX 4,2%. O IPCA + 6% a.a., *benchmark* do Squadra LB, foi positivo em 6,8% na primeira metade do ano, e avançou 12,0% a.a. desde o começo do fundo.

O *net exposure* médio do Squadra LB foi de 30% nos primeiros seis meses, tendo oscilado entre 17% e 40%. No mesmo período o Squadra LO teve um *exposure* médio de 88%, variando entre 80% e 96%.

### **Short Selling**

---

“*Shortear*” é o oposto de possuir ou estar *long* (comprado) em uma ação. O objetivo final da operação continua sendo vender as ações por um preço mais alto do que se pagou por elas, só que quando se está *short* a venda acontece antes da compra. Na prática, entretanto, há algumas desvantagens em “*shortear*” ações em comparação a estar comprado. A primeira é que o ganho de uma posição *short* é limitado a 100%, enquanto sua perda potencial é ilimitada. Quando se está comprado em uma ação ocorre justamente o oposto. O segundo ponto negativo tem a ver com a liquidez das ações no mercado. “*Shortear*” uma ação ilíquida é algo praticamente impossível. Não somente pela dificuldade natural de comprar e vender ações de baixa liquidez, mas essencialmente pelo risco de não encontrar doadores suficientes na renovação dos contratos de aluguel, o chamado risco de *buy-in*. Além disso, a liquidez de uma ação tende a se correlacionar positivamente com o seu preço no longo prazo, fazendo com que uma ação ilíquida perca ainda mais liquidez quando seu valor cai. A última mas não menos importante desvantagem é a diferença entre a receptividade de uma empresa a um acionista e aquela dada a um investidor que está apostando na queda do preço de suas ações. O *short seller* está indo de encontro aos interesses dos gestores das companhias, principalmente daqueles que possuem parte significativa de sua remuneração via os planos de opções de compra de ações (*stock option plans*) e normalmente encontra mais dificuldade para obter informações necessárias junto às empresas.

Na Squadra, costumamos encarar um investimento *short* como um centro de lucro, da mesma forma que o fazemos com nossos *longs*. Portanto, cada ação de nosso portfólio está lá por mérito próprio e, por isso, é fruto de intensa análise *bottom up*. O Squadra LB não é um fundo *long-short*, no qual o gestor precisa (em função de seu mandato) achar uma idéia *short* para cada *long* e vice-versa. Montando vários pares de investimento (*pair trades*), o gestor visa eliminar ou reduzir o risco de mercado ou de indústria, esperando capturar a convergência de *valuation* ao longo do tempo. Normalmente não fazemos *pair trades*. Entendemos que raramente a segunda metade de um *pair trade* se justifica como um investimento por seus próprios méritos e acaba funcionando como um *hedge* para o risco de indústria e/ou de mercado. Preferimos alocar capital e tempo de análise em idéias de investimento cujo potencial de

ganho ajustado a risco seja realmente atrativo. Também não é sempre que os fundos *long-short* se beneficiam do carregamento positivo de uma posição *short*, que é relevante no Brasil devido às suas altas taxas de juros. Isso ocorre porque ao vender *short* uma ação o fundo precisa aplicar os recursos oriundos da venda comprando uma outra ação, em vez de aplicá-los em títulos de renda fixa. Porém, muitas vezes não se consegue doar a ação comprada ao mesmo custo pago pelo aluguel daquela “*shorteada*”. Como dissemos em nossas cartas anteriores, não vemos nossas posições *short* como *hedge* do portfólio *long*. Embora reconheçamos que nossos *shorts* deveriam funcionar dessa forma em uma correção mais aguda de mercado, tratamos isso como um bônus e não como uma estratégia específica.

Um investimento *short* ideal é aquele onde a companhia em questão reúne as seguintes características: negócio e *management* ruins, fundamentos mal compreendidos e se deteriorando, um balanço alavancado e ações que negociam no mercado a múltiplos altos. Para tornar-se um *short* de livro texto, a empresa deve ainda estar manipulando seus lucros reportados.

Ao longo deste primeiro semestre, tivemos a oportunidade de “*shortear*” empresas que combinam boa parte das características citadas acima, inclusive a de manipulação de lucros através de seus *press releases* de resultados - não auditados geralmente. Essa prática corporativa comumente encontrada no primeiro mundo parece ter chegado aos países emergentes. O Brasil, com o desenvolvimento mais acelerado de seu mercado de capitais a partir de meados da década passada, também não fica de fora. É bom que se diga que não são todas as companhias, as quais estiveram ou estão presentes em nosso portfólio de ações *short*, que recorrem a tal prática. A maioria delas simplesmente negociava a múltiplos altos, com fundamentos piorando na margem e com alta probabilidade de decepcionar o mercado em seus próximos resultados.

Através da manipulação de resultados, uma companhia distorce informações das mais relevantes para os participantes do mercado acionário. As distorções nos resultados tendem a gerar oportunidade de investimento *short* e podem se dar de várias maneiras. Portanto, resolvemos dedicar boa parte desta carta a tratar do tema.

A forma mais grave de manipulação de lucros é a fraude de balanço, onde investidores, auditores e reguladores são enganados por números mentirosos. Entretanto, a mais comum e que já conseguimos identificar aqui no Brasil ocorre quando o *management* tenta fazer com que o lucro recorrente da empresa, ou o que em inglês se chama de *earnings power*, pareça mais alto do que realmente é. Uma das maneiras de se fazer isso é através de operações que corretamente são contabilizadas em seus lucros, mas que claramente são utilizadas como subterfúgio para inflá-los. Reversões de provisões e operações de *sale-and-leaseback* - onde a companhia vende um ativo e o aluga de volta gerando um lucro contábil não recorrente - são exemplos de eventos que podem não ser intrínsecos ao seu modelo de negócio, mas acabam tendo efeito positivo no lucro de um determinado trimestre. Outra forma de se obter lucro contábil acima do verdadeiro *earnings power*, por um certo período de tempo, acontece quando uma empresa alonga sua carteira de recebíveis. O aumento desproporcional do “contas a receber de clientes” de uma companhia em relação à sua receita pode significar que parcela relevante de suas vendas e, portanto, de seu lucro contábil, é não recorrente ou até irreal.

Muitas companhias brasileiras desenvolveram métricas próprias de avaliação de seus lucros trimestrais, ainda com o intuito de apresentar resultados recorrentes maiores do que os que de fato possuem. Não bastasse a generalização global do uso do “EBITDA” (ou em português, LAJIDA) como medida de desempenho, as empresas brasileiras banalizaram sua utilização e hoje é comum encontrarmos o “EBITDA ajustado” nos *press releases* da maioria das companhias de nosso país. Há até aquelas que criaram o “EBITDA ajustado recorrente”, obviamente superior ao “EBITDA” contábil que consta em suas divulgações de resultados. Se Charlie Munger já nos alertou para que toda vez que víssemos a

palavra “EBITDA”, a substituíssimos pelas palavras “*bullshit earnings*” (melhor não traduzir...), o que ele diria sobre o “EBITDA ajustado recorrente”? Melhor não reponder...

A criatividade das companhias brasileiras não se limitou ao mau tratamento do “EBITDA”. Cada vez mais encontramos a figura do “lucro ajustado”, presente nas divulgações de resultados das empresas. Em certas companhias, tais ajustes representam parcela significativa do que chamam de “EBITDA ajustado” ou “lucro ajustado” e estão presentes em todos os seus *press releases*, sendo impossível achar um resultado trimestral “limpo” de qualquer alteração. No caso específico de uma delas, esses ajustes representaram 3%, 21% e 17% do “EBITDA ajustado” reportado, em três exercícios consecutivos. No último trimestre analisado por nós, esse número foi 25%. Como consequência, os ajustes explicaram 3%, 54% e 38% do “lucro ajustado” reportado por ela, nos três anos do estudo. No trimestre examinado mais recentemente, esse cálculo subiu para 59%. Esses números são estimativas da Squadra pois, como era de se esperar, não há o *disclosure* adequado de quais alterações estão sendo consideradas pela gestão da empresa. Chama mais atenção o grau de precisão com o qual algumas empresas têm feito seus orçamentos, que são passados para o mercado sob a forma de *guidance* de “EBITDA ajustado”. Em um dos casos avaliados pela Squadra, a diferença entre o “EBITDA ajustado” reportado e o que foi passado como *guidance* foi irrisória, por três anos seguidos. Para nós este é mais um indício de que a empresa pode estar ajustando seus resultados de modo a entregar o que prometeu, pois nem nos negócios mais fáceis de se projetar – o que não julgamos ser o caso - encontramos tamanho índice de acerto.

Não nos causa surpresa o fato de que a maior parte das companhias que recorrem a manipulação de resultados, o faça para mascarar a realidade de baixos retornos sobre o capital de seus acionistas. Nossa análise sobre uma das mais ativas nesse péssimo hábito mostrou algo interessante, que talvez ajude a explicar o porquê de tantos ajustes. Se todo o dinheiro já levantado, desde seu IPO, tivesse sido investido em títulos de renda fixa que rendessem CDI, seus acionistas teriam um patrimônio líquido maior do que têm atualmente. Visto que seu retorno sobre patrimônio (ROE) é muito baixo, em torno de 5%. Acreditamos que neste caso, o ROE represente uma boa *proxy* da rentabilidade do negócio, já que a empresa levantou quase a totalidade de seu patrimônio líquido por meio de ofertas primárias de ações, nos últimos 4 anos.

O analista desse tipo de companhia precisa se tornar praticamente um investigador, para descobrir todas as modificações que são feitas e concluir sobre qual lucro de fato faz sentido de se olhar. Geralmente, grande parte dos valores contidos na linha de “outras despesas operacionais” são excluídos do “EBITDA ajustado” e do “lucro ajustado” sem muitas explicações, enquanto raramente o mesmo acontece com as “outras receitas operacionais”. O que há de tão extraordinário nessas despesas, se as encontramos em todos os seus resultados trimestrais?

Em seu livro ‘Objective Accounting – a problem of communication’, publicado em 1953, Carl Braun resume como a contabilidade e a divulgação de resultado das companhias deveriam ser tratadas: “A coisa fundamental que os contadores precisam aprender a perceber é que os *reports* não são para o benefício daquele que os divulga. A única razão de um *report* é servir ao usuário. Lembrem-se de que os *reports* contábeis são uma medida de performance. Eles não servirão ao usuário, a não ser que eles possuam as qualidades de uma boa medida de desempenho. Eles precisam ser fáceis de se ler e entender. Eles precisam ser invariavelmente consistentes.”

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já notou a existência do problema, pois em 18 de outubro de 2010 submeteu à Audiência Pública a minuta de Instrução que dispõe sobre a divulgação voluntária, pelas companhias abertas, do EBITDA e do EBIT. Destacamos o principal argumento utilizado pelo órgão regulador para justificar a criação da Instrução: “A CVM tem observado que existe um uso generalizado, por parte das companhias abertas, de informações de natureza não contábil, em especial o LAJIDA e o LAJIR, (...) observa-se, ainda, que essas informações são muitas vezes elaboradas de forma peculiar pelas companhias abertas, dificultando o seu entendimento e a sua comparabilidade.”

Na minuta de Instrução, após estabelecer que o cálculo do EBITDA e do EBIT “não pode excluir quaisquer itens não recorrentes”, a CVM reconhece a possibilidade de uma companhia optar por divulgá-los “seguindo algum critério alternativo”, onde se excluem itens não recorrentes. Preocupada com possíveis abusos, o regulador trata de definir itens não recorrentes como “aqueles que não tenham ocorrido nos dois últimos exercícios sociais e que também não se espera que venham a ocorrer nos dois próximos exercícios sociais.” Afirma ainda que tal cálculo deverá ser acompanhado “de descrição da natureza e dos valores dos ajustes introduzidos e de justificativa específica para os ajustes.” Por fim, a CVM requer que “Toda a divulgação relativa ao LAJIDA e LAJIR deve ser feita de forma consistente e comparável com a apresentação de períodos anteriores e, em caso de mudança, deve ser apresentada justificativa, bem como descrição **completa** (grifo próprio) da mudança introduzida.”

O prazo final para o envio de sugestões à CVM terminou em 18 de novembro de 2010 e, em breve, ela deve publicar a versão definitiva da Instrução. Esperamos que tal medida represente um passo importante no combate à manipulação de resultados. Em democracias, os legisladores e reguladores, assim como costuma ocorrer nas histórias de super-heróis, estão sempre contra-atacando, buscando defender a comunidade dos efeitos maléficos que passam a afetá-la.

Entre os efeitos negativos da manipulação de resultado, o pior é seu poder de contaminação. Quando um caminhão tomba em uma estrada e, como consequência, sua carga esparrama-se no asfalto, basta que o primeiro transeunte se aproveite da facilidade de furtar algum produto para que esse mau comportamento se espalhe por boa parte das pessoas que estejam passando no local. Da mesma forma, uma vez que uma empresa de um determinado setor começa a maquiagem seus resultados, passando a apresentar margens de lucro e retorno sobre o patrimônio líquido superiores a de seus pares, suas ações tendem a se valorizar e a negociar a múltiplos mais altos. Com isso, a comunidade financeira, o conselho de administração e os acionistas das companhias concorrentes passam a cobrar de seus executivos uma performance semelhante a da empresa “mais rentável” e valorizada do setor. Se for mais fácil para esses executivos simular um bom desempenho de sua empresa através da adoção de práticas de manipulação de resultados do que convencer a todos da má conduta de seu concorrente, a natureza humana se encarregará de levá-los para o mau caminho.

A pressão sobre as companhias listadas para que apresentem bons resultados trimestrais é cada vez maior. Manter o *earnings momentum* tornou-se fundamental para o *management* que deseja ver as ações de sua empresa valorizadas e valorizando-se ainda mais. Em companhias que recorrentemente fazem aquisições emitindo novas ações (seja levantando dinheiro no mercado ou utilizando-as diretamente como forma de pagamento), manter o preço das ações em bolsa o mais alto possível (sempre) é ainda mais importante. Bem como naquelas em que parte substancial da remuneração de seus executivos se dá via *stock options*.

No caso das “máquinas de compras”, ao manipular seus resultados elas beneficiam-se de alguns efeitos indiretos de sua estratégia baseada em aquisições (de empresas de capital fechado, quase sempre). Primeiramente porque elas passam a mostrar também os seus resultados pró-forma - quase nunca auditados – em seus *press releases*, a fim de incluir os números das empresas adquiridas nos exercícios anteriores. Com isso, fica mais fácil apresentar um elevado crescimento de “lucro ajustado pró-forma” por exemplo, bastando ajustar para menor o lucro da companhia adquirida no ano anterior ao da aquisição. Assim, as “sinergias da operação”, tão comumente encontradas em slides de apresentações de fusões e aquisições, tornam-se também facilmente capturáveis. A distorção pode ser ainda maior quando é possível incorporar o balanço das companhias compradas “carregados” de provisões, pois as reversões das mesmas servirão para inflar os lucros futuros. Algo que é feito geralmente aos poucos, para não chamar muita atenção. Essas reversões podem ser lançadas como “outras receitas operacionais” e obviamente não serão excluídas do “EBITDA ajustado” nem do “lucro ajustado”. Afinal, as reversões vêm com as aquisições, que são consideradas recorrentes pelo *management*, pois fazem parte do “modelo de negócios da empresa”... Como as “máquinas de compras” estão sempre de fato adquirindo outras

empresas, suas fontes de manipulação de resultados e expectativas são inesgotáveis. No final das contas, o *management* da “máquina de compras” ainda consegue passar a imagem de que captura sinergias como ninguém.

Os resultados dessas companhias, com tantos ajustes e números pró-forma, tornam-se tão confusos e trabalhosos de se entender que a maioria dos analistas acaba focando naquilo que as empresas desejam: os números gerenciais ajustados, por elas. Para tanto, elas contam com a benevolência dos mais diversos tipos de prestadores de serviços. A boa vontade destes é fácil de se entender. Essas companhias estão sempre acessando o mercado de capitais, levantando recursos através de ofertas de ações primárias e secundárias, emitindo dívida corporativa, realizando operações de fusões e aquisições e acabam tornando-se clientes importantes de toda uma cadeia de prestação de serviços. Uma visão negativa sobre alguma dessas empresas pode acabar custando caro para o banco de investimento que a assessora e para o analista de *sell side* responsável por sua cobertura, por exemplo. Os analistas preferem acreditar no que reportam as empresas, a despeito de todas as evidências. Não há nada novo nesse comportamento. Demóstenes (político e orador grego), cerca de 300 anos antes de Cristo, disse que “*what a man wishes, that also will he believe*”. Por sua vez, as instituições financeiras que não participam das ofertas de ações dessas empresas também não têm grandes incentivos para falar mal das mesmas. Ao contrário, é melhor manter uma visão positiva e lutar para participar da próxima operação. O provérbio “*whose bread I eat, his song I sing*” resume bem o comportamento dos prestadores de serviços das companhias que estão sempre acessando os mercados de capitais.

Assim, algumas companhias vão manipulando seus resultados, confundindo investidores e contando com a boa vontade dos bancos de investimento. Até que um dia a verdade começa a aparecer, normalmente após a empresa desapontar fortemente em algum resultado trimestral, por não mais conseguir distorcer a realidade a seu favor. Uma divulgação de resultado bem pior do que o esperado leva a uma análise mais minuciosa de seus balanços e *press releases*, o que por sua vez acaba contribuindo para a conclusão de que a companhia maquiou seus resultados durante muitos anos. Algo que geralmente começa com uma queda razoável no preço de suas ações, após o primeiro resultado realmente decepcionante, costuma terminar em um processo de venda acelerada dos papéis dessa empresa, em meio a um ambiente de desconfiança em relação aos números já reportados e aos verdadeiros fundamentos do negócio.

Acreditamos que uma das companhias estudadas por nós já está no meio de um processo de reconhecimento de qual é seu verdadeiro *earnings power* pelos agentes de mercado. O tal resultado realmente decepcionante já ocorreu e, desde então, suas ações já caíram substancialmente. Alguns analistas de *sell side* já começaram a soltar relatórios revisando para baixo suas estimativas de resultados futuros, reconhecendo que o negócio da empresa pode não ser tão bom como parecia. Entre a comunidade de investidores local, já é possível ouvir o seu nome associado a práticas não ortodoxas de *reporting*. Muitos parecem seguir a linha de raciocínio de Warren Buffett ao decidir pela venda das ações da Freddie Mac, antes que acusações sobre um suposto esquema de manipulações contábeis promovido por essa empresa viessem à tona, em 2007. Ao justificar essa venda para o governo americano, em um processo contra Leland C. Brandseel, então CEO da Freddie Mac, Buffett disse que ficou preocupado com uma atitude estranha por parte da empresa, lembrou do velho ditado “*there is never just one cockroach in the kitchen*” e decidiu vender as ações.

Não podemos afirmar que o dia do juízo final para essa e aquelas companhias, nas quais estamos *short* por esse motivo, esteja próximo. Enquanto o processo citado no parágrafo anterior estiver em curso, a empresa ainda pode ganhar fôlego caso consiga reportar um resultado trimestral menos “feio”. No entanto, não nos faltam exemplos de como terminaram esquemas de manipulação de resultados em várias partes do mundo. Assim como o que acontece com os investimentos *long*, os *shorts* também requerem sua dose de disciplina e paciência.

# SQUADRA

## INVESTIMENTOS

---

Como sempre, estamos à disposição de nossos cotistas para esclarecimentos sobre o tema tratado nesta carta.

Ultrapassado o primeiro triênio de operação de nossos fundos, agradecemos aos nossos investidores pela confiança e seguimos trabalhando para merecê-la por muito mais do que os próximos 3 anos.

Equipe da Squadra