



CARTA SEMESTRAL

2º Semestre de 2017

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

Inch by Inch

“That's a team, gentlemen, and either, we heal, now, as a team, or we will die as individuals. That's football guys, that's all it is. Now, what are you gonna do?” - Tony D'Amato (personagem)

Alguns meses atrás participamos de uma reunião pública organizada por uma companhia que acompanhamos e investimos há um bom tempo. Após horas de excelente exposição por parte deles, finalmente chegamos ao momento de perguntas e respostas. Vale lembrar que esses eventos são feitos para as empresas estreitarem o relacionamento com o mercado. Nessa ocasião, colocaram à disposição todo o time de executivos para esclarecer dúvidas e dar detalhes sobre a estratégia, mercado, setor e os outros pontos muito relevantes. Tratava-se de uma companhia que pegou os investidores de surpresa com seu excelente desempenho operacional (e subsequente desempenho das ações) e, portanto, era de se esperar certo grau de desconhecimento por parte da maioria dos presentes. O que realmente nos surpreendeu foi o tema de escolha quase unânime dos presentes, que preferiram focar em questões operacionais e negligenciaram alguns pontos nos quais a presença das pessoas que efetivamente trabalham na empresa poderiam realmente fazer a diferença.

Foram diversas perguntas detalhadíssimas. Sobre a logística da empresa, sobre como se defender de um entrante global no setor, o que acontecerá com as margens no futuro, perguntas sobre a discussão jurídica envolvendo alguns benefícios fiscais. Todas longas, com muitos detalhes no enunciado, em alguns momentos causando confusão nos executivos, que por pouco não se perdiam nos diversos detalhes que tinham que endereçar. O tempo de perguntas foi se esgotando e, depois de uma longa sabatina, percebemos que as questões chaves ainda não haviam sido exploradas. Sabíamos que a grande maioria dos presentes não tinha as respostas para essas questões, talvez por não darem devido foco ao assunto.

Antes mesmo de fazermos qualquer conta sobre a companhia, fizemos algumas perguntas em nossa primeira reunião com a empresa cerca de três anos antes: Como é trabalhar na empresa? Quanto tempo de casa as pessoas têm? Qual o *turnover* de funcionários? A maior motivação delas é a remuneração? O que os colaboradores têm em comum? O que a companhia valoriza na hora da contratação? As pessoas, dos mais altos executivos até o mais júnior dos funcionários, sabem aonde a empresa quer chegar? Todos sabem quem são os

donos? Todos sabem a história da companhia? As pessoas têm orgulho de trabalhar na empresa?

Todas essas perguntas nos vão dando informações de como é a empresa de verdade, esse organismo vivo frequentemente tratado como uma máquina sem alma. As relações humanas, a cultura corporativa, é o que dá sentido, potência e propósito para a empresa. É a partir da cultura corporativa, da inteligência e sincronia entre as pessoas, que você entenderá como a empresa irá crescer, como fará para expandir seu ROIC (*return on invested capital*), aumentar suas barreiras de entrada, e todas as outras questões mais quantitativas que costumeiramente nos preocupamos.

*“He who has a **why** to live can bear almost any **how**.”* – Nietzsche, Friedrich

Um dos aspectos mais interessantes de trabalhar com **investimentos** é a quantidade e a variedade de personalidades que são relevantes como fonte de sabedoria. Uma de nossas favoritas é Charlie Munger, parceiro de longa data de Warren Buffet na gestão da Berkshire Hathaway. Munger, assim como muitos grandes sábios, é um ávido leitor e sua lista de livros recomendados (<https://medium.com/the-mission/39-book-recommendations-from-billionaire-charlie-munger-that-will-make-you-smarter-72efcbeaec77>) é uma mina de ouro para quem busca se informar melhor. Entre as recomendações está o livro *“Man’s Search for Meaning”*, de Viktor Frankl, que traz lições importantíssimas em como lidar com adversidade.

Frankl, judeu, nasceu em 1905, e se formou médico neurologista e psiquiatra pela Universidade de Viena, onde atuou aconselhando pacientes com tendências suicidas e problemas existenciais. Durante a invasão nazista, foi deportado para um dos guetos antes de ser enviado para Auschwitz e outros campos de concentração, juntamente com toda sua família.

Os meses que passou sob custódia nazista serviram como inspiração para muitos dos seus trabalhos a partir de 1945, entre eles o livro recomendado por Munger. Nele, Frankl retrata, além de sua experiência traumática, seus aprendizados sobre a psique humana em situações de extrema tortura e sofrimento. As condições eram debilitantes para todos, porém algo além do próprio acaso fazia com que alguns prisioneiros, entre eles o próprio Frankl, se mantivessem em melhores condições físicas e mentais que outros. Observou o fato de que estes prisioneiros se agarraram na ideia da vida além do confinamento, fosse por motivos familiares, por terem paixões do lado de fora ou até mesmo por acreditarem que o sofrimento vivido ali era parte de algo

maior do que eles próprios. Não era uma questão de busca por felicidade, pois ali isso era virtualmente impossível, mas sim uma questão de compromisso com a vida. Enxergar uma razão para viver, seja ela de cunho espiritual ou não, foi o que os fez manter a sanidade durante o período de pesadelo.

As constatações de Frankl sobre o efeito positivo de um propósito maior na vida das pessoas foram constatadas recentemente por um estudo feito por um grupo de pesquisa de Harvard. Nele, os pesquisadores buscaram correlacionar questões que medem o tamanho do propósito de vida das pessoas com dois fatores fortemente correlacionados com longevidade, velocidade do andar e força de preensão, em um grupo de indivíduos com idade média de 63 anos. Foram feitas duas análises com quatro anos de diferença entre elas para medir a evolução dos indicadores. Os resultados foram fenomenais.

Os dados coletados mostraram que cada desvio padrão a mais na pontuação do questionário de propósito, na primeira observação, se traduziu em 13% menos chances do indivíduo desenvolver problemas na força de preensão quatro anos depois. Os indivíduos que conseguiram **aumentar** seus escores de propósito da primeira para segunda observação tiveram aumentos de força de preensão, que podem ser traduzidos como um rejuvenescimento de aproximadamente três anos de vida. A mesma descoberta foi feita quando analisaram a velocidade do andar dos indivíduos, com valores na mesma ordem de grandeza. O resultado da pesquisa é bem claro: **enxergar um propósito para viver é benéfico para saúde humana**. Esse propósito não necessariamente precisa ser uma causa nobre ou altruísta, nem mesmo uma causa específica, basta o indivíduo ter vontade de dedicar a alguma atividade que o faça querer viver mais.

O resultado da pesquisa traz implicações que podem ser extrapoladas para diversos contextos. No mundo corporativo, companhias que conseguem inspirar seus funcionários de forma a se unirem por trás de um mesmo propósito conseguem feitos extraordinários. Isso já foi tema de outras cartas da Alaska, mas falar sobre cultura corporativa e seus efeitos nunca é demais.

“Culture eats strategy for breakfast.” – Peter Drucker

Há uma abundância de literatura sobre este tema e a conclusão é unânime: empresas que conseguem passar um senso de propósito a seus funcionários conseguem melhor desempenho no longo prazo em todos os aspectos, independentemente do tamanho das companhias.. Estudos também foram realizados para medir se, na verdade, a cultura organizacional vem como **consequência** de uma equipe excepcional. Pesquisadores analisaram uma amostra de 95 concessionárias ao longo de seis anos para estabelecer qual a

relação de causalidade entre “desempenho excepcional” e “cultura corporativa”. A análise dos indicadores demonstrou que cultura corporativa precede o desempenho, e não o contrário. Isso é fundamental para quem quer encontrar verdadeiras pérolas na bolsa: não comece tentando achar resultados escondidos atrás das demonstrações financeiras; comece procurando por pessoas boas, culturas corporativas fortes escondidas atrás de resultados (circunstancialmente) ruins.

Muitas vezes uma cultura corporativa de sucesso só é reconhecida **após** os louros financeiros serem colhidos e a companhia ter se estabelecido no mercado. A análise retrospectiva é muito mais fácil que a preditiva, uma vez que diversos fatores podem ocultar por muito tempo o efeito de uma cultura bem estabelecida em uma companhia. Crises profundas colocam os resultados financeiros ruins nos holofotes e podem ocultar o desenvolvimento de algo grandioso, porém mais difícil de medir, que acontece dentro de uma companhia. Cabe o velho exemplo do ovo, que durante tanto tempo permanece externamente igual, até se tornar um novo ser vivo “de um dia para o outro”. Da mesma forma, períodos de abundância econômica podem criar verdadeiros “campeões” de mercado que chegaram ali por meio de medidas curto-prazistas, cíclicas, exógenas, e que na verdade não estão construindo nenhuma base sustentável para períodos ruins.

Para evitar a miopia em relação a esse tipo de fator qualitativo, é necessário se desprender de métricas quantificáveis e resultados de curto prazo. Muitas vezes os frutos de culturas corporativas são colhidos anos depois de seu estabelecimento. Perceber se serão bons ou ruins pode abrir oportunidades para fazer grandes investimentos, quando excelentes culturas corporativas estão escondidas atrás de resultados temporariamente ruins, ou fugir de grandes problemas quando culturas corporativas ruins estão mascaradas por resultados aparentemente bons.

“When your values are clear to you, making decisions becomes easier” – Roy E. Disney

Para os que realmente se consideram (ou desejam ser) investidores de longo prazo, que realmente acreditam na frase do Warren Buffett de que você só deveria comprar “...uma ação que você ficaria feliz de segurar caso o mercado fechasse por dez anos”, sua maior preocupação (não a única!) deveria ser com

aquilo que nunca (ou raramente) muda numa empresa. Se concentrar em serviços ou produtos é falta de perspicácia. No limite dessa abordagem, temos a

3M. Que serviço ou produto você vai analisar? São mais de 55 mil itens a venda, mais de 100 mil patentes. Num mundo que em que as inovações tecnológicas acontecem em velocidades cada vez mais disruptivas, as empresas são cada vez mais definidas em termos de seus valores fundamentais, e menos em termos do que produzem ou vendem. Suas identidades serão cada vez mais ligadas àquilo que defendem, e menos aos itens vendidos.

As causas defendidas pelas empresas, seus valores, nos fornece a pista do que elas serão capazes de fazer no futuro. A vocação da Luiza Trajano e de seu time no Magazine Luiza é vender geladeira ou lidar de forma efetiva com as necessidades do consumidor de classe média do varejo brasileiro?

O caso da Ambev é análogo. Investir nela é apostar nas pessoas da Ambev. Mas, e as marcas de cerveja? As marcas foram feitas e desenvolvidas pelas pessoas que trabalham na Ambev. Mas, e o sistema de distribuição imbatível? Também. Alguém pensou, elaborou, começou e desenvolveu a rede. Pessoa talentosa só fica na empresa se a empresa oferecer um ambiente que uma pessoa talentosa gosta. Mediocre atrai mediocre. Talentoso atrai talentoso.

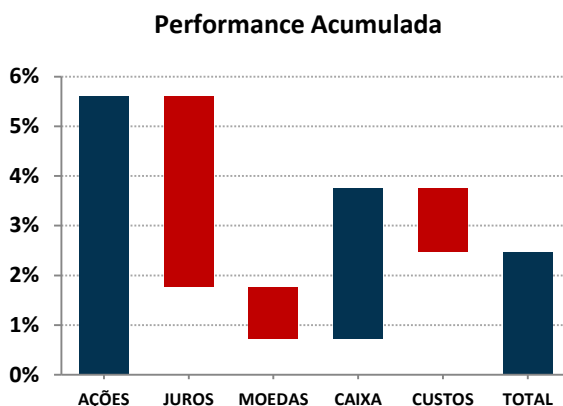
Ao invés de tentar fazer o que a maioria faz, de se debruçar sobre os produtos ou serviços de uma empresa, de destrinchar o ROIC ou ebitda (aliás, espetacularmente chamado por Charlie Munger como “*earnings before everything that matters*”), procuramos **primeiramente** por propósito, vocação e valores fundamentais.

Alaska Range

A rentabilidade do RANGE foi bem abaixo das nossas expectativas no segundo semestre de 2017. O fundo teve uma rentabilidade de 2,47% contra um CDI de 4,06%. O principal motivo desse desempenho frustrante foi nossa posição vendida em inclinação na curva de juros futuros, que impactou negativamente a cota em 3,78% no segundo semestre.

Com os seguidos dados de inflação abaixo das expectativas, somado a um ambiente político conturbado e uma situação fiscal delicada, a diferença entre as taxas curtas e longas na curva de juros aumentaram continuamente ao longo dos meses. Dessa maneira, a inclinação da curva atingiu patamares elevados, poucas vezes vistos.

Acreditamos que o cenário de Brasil sem inflação no curto prazo com uma situação fiscal delicada dificilmente será mantido por muito mais tempo. Dessa maneira, a discrepância entre o curto e o longo prazo na curva de juros tende a ser minimizada, com ou sem endereçamento da condição fiscal brasileira. Essa convergência, aliada à proximidade do final do ciclo de queda da SELIC, nos deu convicção para a manutenção e até aumento de risco em nossa posição vendida na inclinação da curva de juros. Abaixo, segue a divisão dos resultados do semestre:



Mercados

Assim como na primeira metade no ano, eventos políticos continuaram a afetar os preços dos ativos locais no segundo semestre de 2017. Tivemos as duas votações na Câmara dos Deputados contra o presidente Temer, o adiamento da votação da reforma da previdência e o agendamento do julgamento de Lula pelo TRF-4. Mesmo no meio desse ambiente conturbado, o Ibovespa teve uma expressiva valorização de 21,47%. O real e as taxas de juros futuro de longo

prazo, depois de muitas oscilações, fecharam praticamente estáveis no semestre.

Apesar dos contratempos vindos da política, o ambiente econômico seguiu melhorando: queda na taxa de desemprego, atividade ganhando tração, inflação em patamares mínimos e SELIC sendo cortada reunião após reunião.

Atribuição de resultados – Alaska Black

No segundo semestre de 2017, o Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I registrou +62,98%, ante +4,73% do IPCA+6% (benchmark), enquanto o Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I registrou +67,24%, ante +21,47% do Índice Ibovespa (benchmark). O CDI acumulado do período foi de +4,05%.

	2S17	2017	Desde Início*
Alaska Black FIC	62,98%	74,62%	241,28%
Ibovespa	21,47%	26,86%	34,62%
IPCA + 6% a.a.	4,73%	9,05%	104,75%
CDI	4,05%	9,93%	84,20%

*Início em 01/01/2012

	2S17	2017	Desde Início*
Alaska Black FIC II	67,24%	65,01%*	65,01%
Ibovespa	21,47%	26,86%	26,60%
IPCA + 6% a.a.	4,73%	9,05%	8,96%
CDI	4,05%	9,93%	9,81%

*Início em 03/01/2017

A composição do desempenho do semestre por setor é mostrada abaixo:

Estratégia	2S17
Consumo	28,28%
Hedge	13,05%
Petroquímico	1,34%
Papel e Celulose	4,44%
Custos*	-0,17%
Industrial	10,30%
Logística	1,60%
Caixa	1,63%
Shopping	4,75%
Arbitragens	-1,68%
Imobiliário	3,12%
Tecnologia	1,99%
Energia Elétrica	2,78%
Mineração	4,43%
Siderurgia	-0,35%
Total	75,50%

*O quadro acima apresenta os resultados do fundo Master. Os custos dos FICs foram diferentes em função de suas taxas de performance serem cobradas em indicadores diferentes.

O fundo encerrou o 1º semestre de 2017 com as seguintes características:

1. Investimentos e Desinvestimentos: No segundo semestre de 2017, desinvestimos de duas uma empresa do setor de papel e celulose Encerramos o semestre com dezessete empresas na carteira, uma a menos que no encerramento do semestre anterior.
2. TIR: A taxa interna de retorno esperada do portfólio de empresas projetada passou de 27,14% no fim do primeiro semestre de 2017 para 23,42% no fim do mesmo ano. A taxa caiu devido ao retorno positivo que a estratégia de ações teve no semestre.
3. Proventos: No segundo semestre de 2017, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 1,31% do patrimônio no final do período.

4. Outras Receitas: O fundo teve um resultado positivo de 13,01% em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge e remuneração sobre o caixa no período.

Na tabela abaixo, mostramos quanto o lucro líquido e as receitas das empresas que investimos representam do patrimônio líquido do fundo. Como enxergamos o fundo como uma *holding*, comparamos a carteira do fechamento do segundo semestre de 2017 com a carteira que tínhamos um ano atrás.

% do PL do fundo	30/12/16	29/12/17	Variação
Receita Líquida	0,16%	0,19%	16,69%
Lucro Líquido	0,00%	0,01%	51,93%

Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management.