

São Paulo, 14 de janeiro de 2011

Caros cotistas,

2010 foi o primeiro ano do Mosaico FIA. Podemos dizer que começamos com o pé direito. O fundo se valorizou 38,5%<sup>1</sup> no ano enquanto o Ibovespa subiu 1,0%.

No entanto, quando eu penso em nossa performance em 2010, me vem à mente a frase do ator americano Jack Benny ao receber um prêmio de interpretação. Jack disse: "Eu não mereço esse prêmio, mas vou aceitá-lo. Afinal, eu tenho artrite, que é algo que eu também não mereço".

A analogia é a seguinte: apesar do nosso retorno em 2010 ser muito bem vindo, ele deve ser visto com certa parcimônia.

Em primeiro lugar, a nossa base de comparação, o Ibovespa, foi um oponente anêmico durante o ano. A rentabilidade do índice foi muito afetada pela performance negativa de algumas poucas empresas, com destaque para a Petrobras que é o segundo maior peso dentro do Ibovespa, cujas ações caíram mais de 23%. Se a Petrobras não participasse do índice, o Ibovespa teria tido uma valorização de cerca de 5% em 2010. Se também excluíssemos do Ibovespa as ações do grupo Telemar e dos setores siderúrgico e frigorífico, o índice teria subido cerca de 10%. Uma régua de comparação mais realista do nosso desempenho em 2010 seria o índice de *small-caps* (empresas pequenas), o qual se valorizou 22,8%.

Além disso, demos um pouco de sorte. Nossas principais apostas tiveram resultados muito melhores do que nós e o mercado esperávamos. Três das quatro maiores posições que mantivemos durante o ano (Tegma, Le Lis Blanc e Tarpon) devem apresentar em média lucros 80% superiores ao que prevíamos inicialmente para 2010. Conseqüentemente, essa trinca teve uma valorização média de 147% no ano. É verdade que também tivemos surpresas negativas, como os resultados decepcionantes da Gerdau e a frustrada incorporação da Brasil Telecom pela Oi. No entanto, é justo dizer que 2010 foi um ano em que tivemos mais "premiações inesperadas" do que "diagnósticos de artrite". E, por mais que nosso perfil conservador seja desenhado para evitar más notícias, dificilmente contaremos com uma "conjuntura astral" tão favorável nos próximos anos.

---

<sup>1</sup> O Mosaico FIA foi criado no dia 12 de julho de 2010 através da transformação do GCA Clube de Investimentos em fundo. A rentabilidade acima tem como data inicial o dia 30 de dezembro de 2009, pois considera como marco zero o momento em que passei a fazer a gestão do GCA de uma forma totalmente independente. Anteriormente, o GCA era gerido pela equipe de análise da GAS Investimentos, da qual eu fazia parte. A rentabilidade do Mosaico FIA entre 12 de julho e 30 de dezembro de 2010 foi de 38,71% enquanto o Ibovespa se valorizou 10,08%.

Mas, então, o que estamos fazendo para ter uma rentabilidade diferenciada no longo-prazo?

Como comentei acima, a sensação de que a bolsa brasileira não se valorizou em 2010 (e, portanto, está barata) é uma falsa impressão criada pela má performance da Petrobras e afins. Na realidade, está mais difícil encontrar atualmente boas idéias de investimento do que há um ano, quando as cotações de muitas ações estavam depreciadas, e ainda refletiam um pessimismo exagerado decorrente da crise de 2008. Isso é especialmente verdade para o nosso principal foco de investimento, as empresas pequenas que abriram o capital recentemente.

Essa condição mais árdua no nosso reduto original, fez com que introduzíssemos algumas mudanças para nos adaptarmos aos novos tempos. Gradativamente, fomos diminuindo nossas posições que mais subiram. Por exemplo: da trinca anteriormente mencionada, só a Le Lis Blanc permaneceu entre as nossas maiores participações. As outras duas (Tegma e Tarpon) se tornaram posições intermediárias, porque apesar de não serem mais pechinchas, ainda estão entre os melhores negócios da bolsa.

Além disso, estamos tendo recentemente mais facilidade em identificar potenciais interessantes de investimento entre as empresas maiores. Inclusive algumas delas estão entre os vilões da rentabilidade do Ibovespa de 2010. Esse é o caso da Gerdau que hoje é nossa maior participação com cerca de 16% do patrimônio do fundo.

O fato de nosso fundo ser pequeno nos dá uma vantagem no investimento em Gerdau, pois estamos posicionados nas ações da *holding* que controla a empresa. Nessa *holding* a liquidez é mais baixa, porém mais do que suficiente para nós. Por outro lado, nossa posição tem um desconto médio de cerca de 30% em relação às ações tradicionais da Gerdau.

Contudo, comprar uma ação somente por causa do seu desconto de *holding* soaria tão insensato quanto a história de um homem que achou um botão e por esse simples motivo mandou fazer um terno. Na verdade, observamos uma série de outros atributos na Gerdau. Com mais de cem anos de história, a companhia se transformou na segunda maior produtora de aços longos do mundo. E apesar de viver num setor cíclico, a Gerdau nunca teve um ano de prejuízo. Em 2010, uma conjunção de fatores negativos derrubou as expectativas de lucro da empresa. Alguns desses fatores são problemas estruturais, como a apreciação do Real. Outros, em nossa opinião, são passageiros, como o surto de importação de aço no Brasil, a fraca demanda nos EUA e a baixa rentabilidade da siderurgia mundial. Mas a frustração dos investidores com os resultados da Gerdau levou sua cotação para um patamar inferior ao valor de liquidação da empresa, o que nos pareceu ao mesmo tempo algo pouco razoável e um bom momento para aumentarmos nossa participação.

Em segundo lugar na nossa carteira, estão empatados com cerca de 10% do fundo as posições de Le Lis e Globex. Vou me ater à Globex, dado que já discutimos o case de Le Lis na nossa apresentação de julho. A história de Globex começa com um paradoxo: Essa empresa estará entre as 15 maiores companhias não-financeiras da bolsa em 2011,

com um faturamento superior a R\$ 20 bilhões. Por outro lado, sua liquidez diária é tão baixa (miseros R\$ 40 mil/dia), que a Globex acaba se tornando uma opção desconhecida ou desconsiderada pela maior parte dos investidores.

Mas, afinal, o que é a Globex? Essa é a razão social do Ponto Frio, tradicional varejista de eletro-eletrônicos que era controlado pela Sra. Lily Safra. Em 2009, a empresa foi adquirida pelo Grupo Pão de Açúcar. Em função da troca de controle, foi feita uma oferta de compra aos minoritários, que teve uma adesão maciça. Após a oferta, a fatia do Pão de Açúcar na empresa chegou a 98,3% do capital, o que explica o baixo volume de negociação atual da ação.

Em dezembro de 2009, foi anunciada a associação entre o Ponto Frio e as Casas Bahia. O acordo criou um gigante. Juntas as duas empresas tem a liderança do mercado brasileiro de eletro-eletrônicos com uma participação de 23%, quatro vezes maior que o segundo colocado. Adicionalmente, a companhia resultante foi alçada ao 10º lugar no ranking mundial de varejistas na sua categoria.

Possivelmente daqui a dois anos haverá uma nova abertura de capital da Globex, quando a família Klein, antiga dona das Casas Bahia, venderá parte de suas ações, colocando no bolso uma fatia relevante do patrimônio de duas gerações de exímios negociadores. Mas até lá, para que os Klein possam fazer mais um bom negócio (e oxalá nós também), são necessárias melhorias que deverão ser feitas na nova Globex. A criação de valor adicional virá de diversas frentes, como por exemplo: o aumento do poder de barganha nas compras de mercadorias, o enxugamento da folha de pessoal, o desenvolvimento de um negócio de *e-commerce* que deverá ser um dos líderes do varejo eletrônico brasileiro e um acordo financeiro com um banco que irá explorar a base de clientes das Casas Bahia para uma série de serviços, desde concessão de crédito até venda de seguros.

É importante frisar, porém, que não faltam riscos nesse investimento. O varejo de eletro-eletrônicos é extremamente sensível às oscilações da economia, a concorrência é árdua e, acima de tudo, o *turn-around* da empresa passa necessariamente por uma relação harmônica entre seus dois controladores. Nunca é pouco lembrar que os Klein ameaçaram desfazer o negócio no primeiro semestre de 2010; algo que foi contornado com uma renegociação nas bases do acordo.

Mas, apesar disso tudo, acreditamos que o caminho do entendimento traz tantos benefícios para ambas as partes, que, sem dúvida, é o mais provável. Além disso, o cenário em que as coisas darão certo cria tanto valor para nós, que compensa não só os riscos já citados como o fato de estarmos “engessados” numa ação muito pouco líquida.

Para concluir, apesar do desafio redobrado que uma bolsa relativamente cara nos oferece, temos muita confiança nas perspectivas de longo-prazo da nossa carteira. Nosso entusiasmo com as outras ações do portfólio é tão grande quanto com os exemplos citados aqui e só foram omitidos nesta carta para não torná-la longa demais.

Que 2011 seja um ano repleto de acertos para nós e nossos cotistas.



Obrigado pela confiança,

Roberto Knoepfelmacher

## Informações Importantes ao Investidor

•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. •RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. •A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. •PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. •O FUNDO é destinado a investidores pessoa física e jurídica que buscam obter retornos expressivos no longo prazo por meio da aquisição, no mercado à vista de bolsa de valores ou entidades de balcão organizado, da participação de empresas que estejam subvalorizadas em relação às análises e estimativas do gestor. •O FUNDO poderá estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores em operações de renda variável, com os riscos daí decorrentes. •Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. •ESTE FUNDO DE INVESTIMENTO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DA SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS. •Classificação ANBIMA: Ações Livre. •Aplicação Mínima Inicial: R\$50.000,00 / Movimentação Mínima: R\$10.000,00 •Aplicação: cotização em D+1 / Resgate: cotização em D+30 e pagamento no 3º dia útil após a cotização. •Este Fundo possui data de pagamento de resgate diversa da data de pedido de resgate. •Horário de movimentação: Até 14h. •Taxa de Administração: 2,0% a.a. •Taxa de Performance: 20% sobre o que exceder o Ibovespa. •Gestor: Mosaico Capital Gestão de Recursos Ltda•Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM •Custódia: Banco BTG Pactual S.A.. •Auditoria: KPMG Auditores Independentes. •Serviço de Atendimento ao Cliente: (011) 4371 1630,

Este material é meramente informativo e não se caracteriza como relatório de análise, para fins da Instrução CVM nº 483/2010, e, não foi produzido por analista de valores mobiliários. As informações contidas neste material foram obtidas por meio de comunicação de acesso público, tais como jornais, revistas, internet entre outros, de forma aleatória. Tais informações estão sujeitas a alterações, a qualquer momento, sem que haja necessidade de comunicação neste sentido. Apesar das informações aqui contidas terem sido obtidas de fontes consideradas confiáveis, não podemos garantir a precisão e veracidade das mesmas.

A Mosaico Capital Gestão de Recursos Ltda. e suas áreas de negócio não serão responsáveis por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades, incluindo, mas não se limitando a realização de negócios, investimentos ou transações baseadas nestas informações.