

# RELATÓRIO DE GESTÃO

---

Janeiro 2009



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Edge Investimentos, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza, sujeita as flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. Nos fundos geridos pela Edge Investimentos a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Visando o atendimento ao exigido pela Lei nº 9.613/98, quando do ingresso no fundo, cada cotista deverá nos fornecer cópias de seus documentos de identificação entre outros documentos cadastrais. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

## Performance Passada

No dia 14/01/2009, o Clube Edge Value transformou-se em Edge Value Fundo de Investimento em Ações (Edge Value FIA). Assim, conforme a Instrução 409 da CVM de Agosto de 2004, a divulgação de rentabilidade só poderá ser feita após carência de seis meses a partir da transformação do clube em fundo. Portanto, disponibilizaremos o valor das cotas do fundo de cada mês até o fim desse período.

Período Edge Value FIA

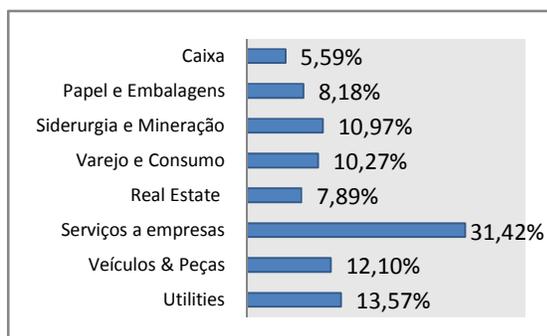
Cota Janeiro 2009	2.386,85
Cota de Início (14/01)	2.313,93
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>R\$ 9,3 M</b>

Período	Clube Triumph Pro Forma	Clube Edge Value (atual Edge Value FIA)	IBOVESPA	FGV100
Janeiro 2009	N/A	N/A	4,66%	2,95%
12 meses	N/A	N/A	-33,57%	-29,00%
2008	-26,29%	-27,18%	-41,22%	-34,09%
2007	54,66%	40,30%	43,68%	40,06%
2006	52,89%	33,13%	33,73%	31,55%
2005	N/A	29,24%	27,06%	15,15%
<b>Cota Dez 2008</b>	<b>N/A</b>	<b>2.380,47</b>		
<b>Desde o início até 2008</b>	<b>75,12%</b>	<b>138,05%</b>		

	Clube Triumph	Clube Edge Value
Maior alta mensal	15,26%	18,30%
Maior queda mensal	-19,50%	-19,50%

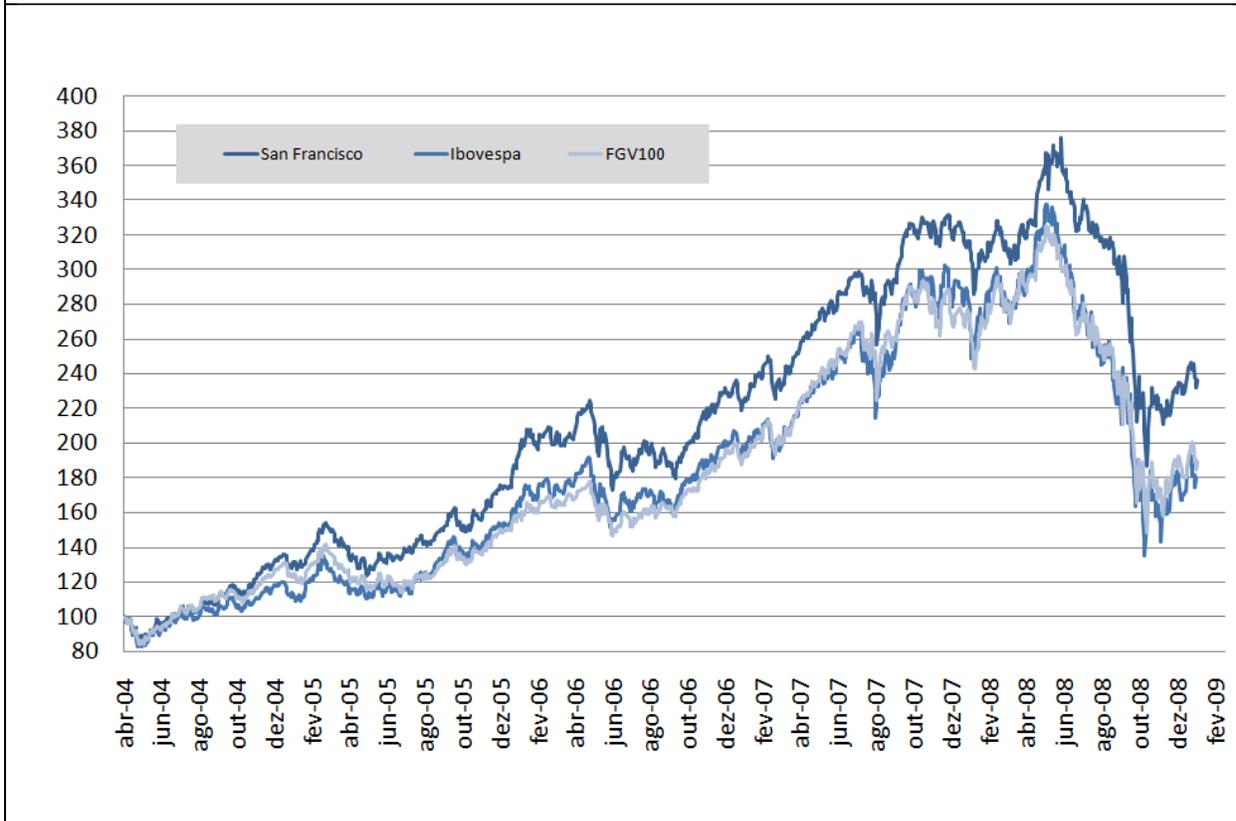
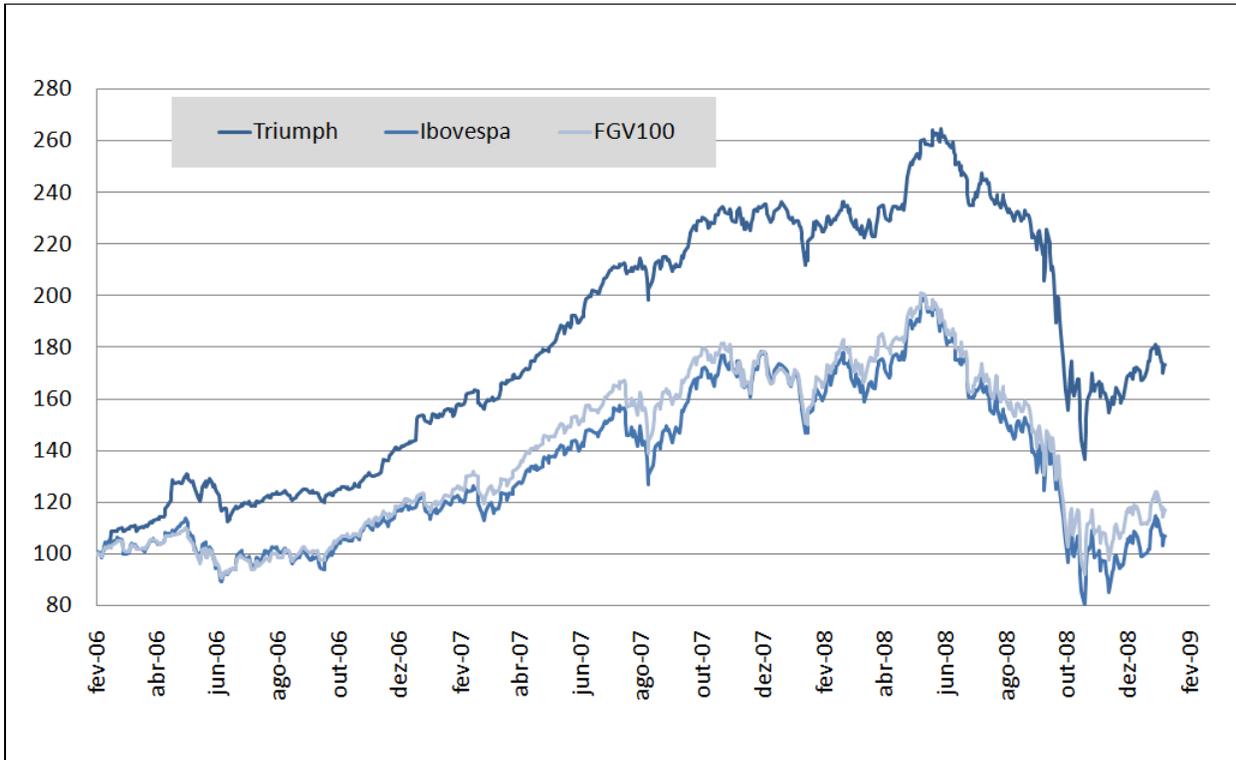
## Composição de Carteira

Em janeiro de 2009, nossa carteira era composta por 13 ações, divididas da seguinte forma:



Valor de Mercado das Companhias (R\$)	Número de Empresas	% dos Ativos
Até R\$ 1 bilhão	6	51,41%
Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 5 bilhões	4	26,90%
Acima de R\$ 5 bilhões	3	16,10%

**Gráfico Comparativo com os Índices de Ações (1)**



(1) A base dos dados utilizados nos gráficos vai até 13/01/2009, conforme instrução 409 da CVM

---

## **Comentários da Equipe de Gestão**

*“If we can’t sit down with the people making the decisions, and understand what it is they’re doing and how they’re doing it, we’re not going to invest.<sup>1</sup>”*

*David Swensen*

### **O CASO MADOFF E AS SUAS LIÇÕES**

Quando achávamos que já tínhamos visto de tudo nesta crise financeira, veio à tona em dezembro de 2008 o maior esquema Ponzi<sup>2</sup> da história do mercado financeiro mundial. A fraude financeira de Bernard Madoff resultou em perdas de aproximadamente US\$ 50 bilhões para os seus clientes exclusivos (fundações, hedge funds, fundos de fundos, grandes bancos, private banking, grandes empresários e executivos).

Os esquemas Ponzi têm como característica a promessa de elevados retornos onde os valores resgatados são pagos com os recursos novos captados. A fraude funciona desde que as captações superem os resgates. No caso de Madoff, o que atraía os investidores eram os retornos de aproximadamente 10% ao ano em dólares que praticamente não oscilavam. Quer os mercados acionários caíssem ou subissem, as suas aplicações sempre rendiam na casa de dois dígitos.

Bernard Madoff fundou a sua empresa, a Bernard L Madoff Securities LLC, em 1960 em Nova York e transformou a companhia em um dos maiores formadores de mercado (*market maker*) dos Estados Unidos. A Madoff Securities LLC fazia a intermediação nas negociações de ações entre os investidores institucionais com o objetivo de facilitar as operações. Sua companhia ajudou a desenvolver o mercado americano de negociações eletrônicas. Madoff também atuou como presidente do Conselho da NASDAQ e sempre teve uma participação ativa no desenvolvimento e regulamentação do setor. Paralelamente às operações de formador de mercado, Madoff também oferecia serviços de gestão de ativos para investidores institucionais diretamente e para investidores pessoa física através de fundos de terceiros (Fairfield e Tremont), cujos recursos eram aplicados por Madoff.

Com a aceleração da crise global e a forte queda do mercado acionário nos EUA, principalmente no segundo semestre de 2008, o esquema de Bernard Madoff não resistiu e desmoronou diante dos resgates solicitados de US\$ 7 bilhões. Para manter a farsa, Madoff teria que captar novos recursos em um cenário extremamente difícil, o que acabou não ocorrendo.

Podemos tirar lições valiosas desse evento. Uma série de fatores contribuiu para que uma fraude dessa magnitude ocorresse. Em nossa opinião, os principais fatores foram:

- (i) **Falta de uma análise (*due diligence*) rigorosa por parte dos investidores.** Existia um mistério muito grande nas operações e na gestão dos recursos por parte de Madoff. Sua estratégia era considerada muito complicada e envolvia operações com ações e opções de compra e venda, resultando em uma maior dificuldade no entendimento dos retornos divulgados. Muitos bancos,

---

<sup>1</sup> Se não pudermos sentar com as pessoas que tomam as decisões de investimento e entender o que eles estão fazendo e como estão fazendo, nós não investiremos.

<sup>2</sup> O nome Ponzi tem sua origem na fraude financeira elaborada por Charles Ponzi em Boston em 1920. Ponzi prometia retornos de 50% em 45 dias ou dobrar o seu dinheiro em 90 dias. As operações que Ponzi divulgava eram basicamente de arbitragem com selos dos correios Italianos e Americanos e na verdade não geravam os retornos prometidos. A única forma de pagar os investidores era com dinheiro novo que alimentava a fraude.

hedge funds, private banking, fundações e assessores financeiros perderam bilhões de dólares para os seus clientes por que não fizeram o seu trabalho de *due diligence* corretamente.

- (ii) **Confiança excessiva na “reputação” de mais de 40 anos do Madoff e nos seus retornos.** Investir com Madoff era como fazer parte de um clube seleto de investidores; era quase que uma honra ter dinheiro aplicado com ele. Madoff era muito bem relacionado no mercado financeiro e na comunidade judaica. Também participava dos Conselhos de várias instituições filantrópicas e a sua empresa, Bernard Madoff Investment Securities LLC, foi uma das mais atuantes no desenvolvimento da NASDAQ, ocupando o sexto lugar no *ranking* dos maiores formadores de mercado (*market maker*) em 2008.
- (iii) **Fiscalização falha e superficial por parte da CVM americana (SEC).** Houve várias denúncias ao longo dos últimos anos e a sua empresa foi investigada pelo menos oito vezes nos últimos dezesseis anos.
- (iv) **Aceitação de uma estrutura de investimento e remuneração completamente conflitantes e sem segurança para o investidor.** Madoff não era gestor de um fundo. As operações eram feitas em nome dos clientes, que recebiam um extrato mensal detalhando as operações realizadas ao longo do mês. Aparentemente, a remuneração do Madoff era advinda das corretagens resultantes das operações que fazia em nome dos clientes. Quanto mais operasse, maior seria a sua remuneração. Da forma como os investimentos foram feitos não existia a figura do administrador e custodiante independente do gestor. Estas atividades eram concentradas na própria empresa de Madoff, facilitando desta forma o esquema. Para finalizar, a auditoria da sua companhia era feita por um pequeno escritório de contabilidade de Nova York. Realmente impressiona como investidores sofisticados aplicaram volumosos recursos em uma estrutura tão frágil.
- (v) **Falta de conservadorismo, desconfiança e bom senso por parte dos investidores.** Normalmente em ciclos de alta e *boom* dos mercados os investidores esquecem de que algo pode dar errado.

Analisando os fatos e as características do maior esquema Ponzi do mundo, percebemos que a falta de transparência, a forma de remuneração conflitante e uma estrutura de investimento e fiscalização frágeis estavam presentes. Tudo isso, somado à tendência humana de extrapolar os resultados passados como certeza no futuro, contribuíram para a perpetuação do esquema fraudulento por um tempo recorde.

### **ESQUEMAS PONZI, ECONOMIA AMERICANA E PERFORMANCE RECENTE BOVESPA**

Tomando o caso de Bernard Madoff como exemplo, nos perguntamos: Que outros prejuízos poderão advir da nossa incapacidade de medir os riscos nos momentos de otimismo?

Em artigo recente no New York Times, Paul Krugman, economista vencedor do Prêmio Nobel em 2008, argumentou que a primeira década do século 21 na economia americana foi um grande esquema Ponzi.

Segundo Krugman, assim como os clientes de Madoff, que recebiam mensalmente um extrato bancário com dados fictícios, os consumidores americanos também acreditavam na riqueza irreal do valor de suas casas. E, pior, eram capazes de obter bilhões de dólares em empréstimos com base neste lastro fictício. Estes empréstimos, por sua vez, eram securitizados e adquiridos por investidores.

Assim como nas grandes fraudes, parecia o melhor negócio do mundo. Ninguém questionava se a bonança era sustentável, ou se fazia sentido econômico. O mercado simplesmente seguiu em frente. O proprietário da casa consumia acima de seu potencial. Os bancos enriqueciam intermediando a operação. Os investidores compravam títulos com risco AAA e retornos superiores às outras opções no mercado.

Em 2007, porém, o preço dos imóveis começou a cair. O movimento de desvalorização, iniciado em alguns estados onde a alta de preços havia sido mais evidente, rapidamente se alastrou para todo o país. Pela primeira vez na história, os imóveis em todos os estados americanos desvalorizaram-se concomitantemente.

Para os consumidores, a sensação de riqueza transformou-se em pânico. Agora as dívidas eram superiores ao valor dos imóveis. Em alguns casos, devolver a casa para o banco era mais interessante do que pagar a dívida. Para os bancos a crise foi um golpe fortíssimo. Todos os modelos de risco haviam sido calculados ancorados na verdade absoluta que “todos os imóveis não se desvalorizam ao mesmo tempo”.

Com isso, toda a estrutura desmoronou. *AAA subprimes*, seguradoras *monoline*, SIVs e os próprios balanços dos bancos de investimento foram desmascarados como grandes esquemas Ponzi, estruturas alavancadas cujo resultado final era dependente de um *greater fool*<sup>3</sup> para suportar a apreciação de ativos.

No Brasil, não houve bolha. Com uma participação menor da população nos investimentos em bolsa e com a ausência de um mercado de securitização tão desenvolvido como nos EUA, o impacto da apreciação dos ativos foi pequeno em termos de geração de consumo no mercado interno.

Não obstante as diferenças entre os países, para o pequeno percentual de brasileiros que investe em ações, vivenciamos um sensação clara de “boom and bust”<sup>4</sup>. Puxado pelo otimismo na economia mundial, nossa bolsa se valorizou em uma velocidade impressionante. Em nossa primeira carta aos cotistas, em dezembro de 2007, já alertávamos para o descolamento entre preço e fundamentos de algumas ações e setores.

O mercado continuou a subir até maio de 2008. Deste então, os preços despencaram, com algumas ações perdendo até 80% de seu valor. Mais uma vez, o otimismo exagerado trouxe prejuízos dignos de um esquema *madoffiano* aos investidores menos cautelosos.

Abaixo, de forma bastante simplificada, tentamos encontrar algumas correlações entre a psicologia dos investidores e o mercado acionário. O escopo desta carta (e o pequeno conhecimento dos autores no assunto) não nos permite aprofundar demais no tema. Mesmo assim, nos próximos parágrafos, traçaremos algumas hipóteses para explicar como as limitações cognitivas de nossa natureza humana contribuíram para a formação de nossa mini-bolha de 2008.

---

<sup>3</sup> Greater Fool Theory – Teoria do “bobo” maior: A teoria afirma que é possível ganhar dinheiro comprando ativos a preços superiores a seu valor intrínseco porque sempre haverá no mercado alguém menos esperto do que você (um “bobo maior”) disposto a pagar um preço superior àquele pago por você.

<sup>4</sup> Boom and Bust – Ciclo de rápida apreciação e súbito colapso dos preços dos ativos em mercado.

---

## **OTIMISMO, BOLHAS E VIÉSES**

No Brasil, o ciclo de alta dos últimos anos foi iniciado pelo choque exógeno na demanda por bens e ativos, sustentada por um forte (e talvez insustentável) crescimento mundial. É bastante comum que o mercado exagere o otimismo após eventos relevantes na economia. No caso da bolha da NASDAQ, por exemplo, o choque foi a ampla adoção da Internet, uma nova e promissora tecnologia, cujo impacto seria difícil de projetar. No nosso caso, acreditamos que o impacto inicial veio da forte valorização das *commodities*.

Este cenário de *commodities* em alta e economia mundial pujante atraía novos investidores. Os preços dos ativos / *commodities* subiam mais ainda, retroalimentando o processo. Foi criado um *feedback* positivo.

Rapidamente, a cobertura da mídia cresceu imensamente. Em janeiro de 2008, a Revista Veja reportava a história de pessoas que ganharam um milhão de Reais na bolsa de valores. A reportagem, com o título “Os Heróis do Capitalismo”, trazia o seguinte subtítulo: “Entre investidores e empreendedores, em 2007 o Brasil produziu 164 milionários por dia. E o melhor é que essa bonança veio para ficar”

Bombardeados pelas notícias de jornal, apreciações recentes de preços e outras forças sociais que exercem pressão nos mercados de ativos, os investidores começaram a ficar lenientes. O **comportamento em manada** se tornou contagioso. Gestores de fundo compravam agressivamente ações de exportadoras de *commodities* para suas carteiras no auge da bolha. Será este o novo patamar de preço do petróleo? Será que desta vez é diferente? No mundo complexo dos investimentos, é mais confortável errar junto com todos do que acertar sozinho.

Outro viés importante no *boom* foi a mudança no sentimento dos investidores. O **excesso de confiança e otimismo** fazia os investidores se concentrarem apenas nos retornos, ignorando os riscos corridos. Na ocasião, todos os IPOs tinham demanda, independente da precificação do ativo. Dentre as novatas em bolsa, as empresas-projeto eram as que mais chamavam nossa atenção. Sem um único real em faturamento, essas empresas eram capazes de levantar milhões de Reais no mercado, a *valuations* equivalentes a negócios em funcionamento há anos.

Quanto às empresas mais antigas em bolsa, também era possível ver exageros. Um dos viéses de representatividade, conhecido como “**lei dos pequenos números**”, tinha papel importante na precificação do mercado. Usando como amostragem estatística os últimos anos de crescimento em preços (principalmente nos negócios de metais/petróleo), o mercado equivocadamente precificava que os resultados futuros seriam semelhantes. Os crescimentos implícitos no valor de mercado de algumas empresas eram assustadores. (É possível também que este viés estivesse presente na decisão de algumas empresas ao apostarem contra o dólar em operações exóticas de derivativos)

Os primeiros sinais de que a festa poderia chegar ao fim surgiram em meados de 2007, com o choque econômico nos EUA resultante do estouro da bolha imobiliária. Na ocasião, a grande preocupação era o impacto que a queda no preço das casas teria na disposição consumista dos americanos. Naquele momento, os pessimistas falavam em recessão nos EUA e forte redução no crescimento mundial. Isto implicaria, provavelmente, em menor crescimento para o Brasil e queda nas cotações das *commodities*. Os otimistas, por sua vez, falavam em *decoupling*, teoria que prega que as economias emergentes não seguiriam os EUA para uma recessão e sustentariam o crescimento mundial em patamares razoáveis. O otimismo persistiu no mercado de ações brasileiro, que continuou a subir por mais alguns meses.

Contudo, com o agravamento dos problemas imobiliários na maior crise de crédito desde 1929, o ciclo de alta foi brutalmente interrompido. Os resgates e a desalavancagem global iniciaram um forte ciclo de desvalorização dos ativos. O *feedback* agora era uma espiral negativa. O otimismo rapidamente se transformou em aversão total ao risco. Desnecessário repetir o tamanho das perdas sofridas desde então.

Olhando para trás, fica certo que o sentimento de mercado otimista da época teve peso importante nos exageros e equívocos cometidos. Se é certo que é impossível prever as mudanças no sentimento, é necessário que conheçamos nossas próprias limitações cognitivas e suas implicações em nosso processo decisório.

Na Edge, como gestores de ações, tomamos decisões com base em informações incompletas e imperfeitas. Buscamos escapar dos vieses de julgamento através de uma constante confrontação das idéias com a realidade dos fatos.

Agora, no início de 2009, o sentimento generalizado é pessimista. Tentamos focar nossa atenção nos fatos. Mantemos um distanciamento saudável das notícias de jornais, para não confundirmos ruído com eventos concretos. De nossas empresas em carteira, duas já divulgaram resultados: um em linha com nossas expectativas, outro bem acima.

Ao longo do mês, novos resultados serão divulgados. Na próxima carta compartilharemos estes resultados com nossos investidores. Terminamos com duas citações que, em nossa opinião, ilustram bem o conflito entre ganância e medo vivido pelos investidores.

*“We suffer more...when we fall from a better to worse situation, then we ever enjoy when we rise from a worse to a better”<sup>5</sup>*

**Adam Smith**, no livro “The Theory of Moral Sentiment”, comentando a característica humana de aversão às perdas, posteriormente coroada pela *Prospect Theory*

*“Most of the time common stocks are subject to irrational and excessive price fluctuations in consequence of the ingrained tendency of most of people to speculate or gamble... to give away to hope, fear and greed<sup>6</sup>.”*

**Benjamin Graham**

Obrigado pela confiança.

Atenciosamente,

**Equipe de Gestão Edge Investimentos.**

---

<sup>5</sup> “Bem maior é nosso sofrimento quando nossa situação piora, do que nossa alegria quando nossa situação melhora”

<sup>6</sup> “Na maior parte do tempo, o preço das ações oscila de forma irracional e excessiva, devido à tendência intrínseca que a maioria das pessoas tem em especular ou jogar... ceder à esperança, medo e ganância.”