

Quem ganha, ganha. Quem não ganha, explica! - Desafios e Oportunidades

Para facilitar a leitura, dividimos esta carta em 6 partes que podem ser lidas isoladamente.

Parte 1, páginas 1 a 6: fazemos uma recapitulação e análise da performance dos nossos fundos no ano até aqui.

Parte 2, páginas 6 a 14: comentamos as mudanças macroeconômicas e de comportamento causadas pela pandemia e o reflexo dessas mudanças nas condições de mercado e na precificação de ativos.

Parte 3, páginas 14 a 16: descrevemos nossa visão sobre como possíveis exageros de percepção e modismos podem afetar o ambiente de investimentos.

Parte 4, páginas 16 a 21: expomos nossas visões sobre oportunidades e incertezas que serão determinantes para a performance da nossa estratégia de investimento nos próximos anos.

Parte 5, páginas 22 a 24: descrevemos as idiosincrasias do ambiente de negócios no Brasil e como enxergamos nossa abordagem de investimento se encaixando neste cenário.

Parte 6, páginas 25 a 27: apresentamos o que fizemos internamente na Equitas ao longo do ano como preparação para o que está por vir nos mercados e apresentamos uma breve conclusão.

Parte 1 - No mercado, quem ganha, ganha. Quem não ganha, explica!

Infelizmente, após muitos anos de performance bastante destacada, 2020 é nosso ano de explicar. Desde o início da crise provocada pela pandemia do COVID-19 o Equitas Selection tem apresentado desempenho inferior ao do Índice Ibovespa e à maioria dos nossos pares de mercado. Com o benefício do tempo desde o início da crise, inúmeros exercícios de recapitulação e a segurança de que não desaprendemos a exercer a nossa atividade, podemos traçar um quadro mais fiel e menos contaminado pela proximidade dos eventos em relação aos motivos do desempenho decepcionante neste período.

Novembro / 2020

De forma geral, a conjunção de três fatores explica a performance do fundo neste ano. O primeiro, e de longe o mais importante, é o fato da nossa carteira ter sido desproporcionalmente impactada pela natureza da crise. Esta não foi apenas uma crise econômica típica em que as ações de empresas mais arriscadas - ou por exposição à setores cíclicos, ou com altos níveis de endividamento - sofrem mais do que a média do mercado. Esta crise veio acompanhada de restrições a mobilidade que além do seu efeito destrutivo sobre setores diretamente ligados a transportes, também impactou desproporcionalmente algumas empresas que, na nossa opinião, deveriam ser bastante resilientes ao ciclo econômico típico. Não bastasse essa combinação infeliz, a crise que gerou um choque de demanda no mercado de petróleo foi iniciada no momento em que os estoques se encontravam absolutamente tomados, o que agravou o desequilíbrio entre oferta e demanda pela commodity, situação que acreditamos pode sobreviver à crise da COVID-19, e que contribuiu para a performance negativa do nosso portfólio.

E o que essa combinação de eventos tem a ver com o fundo? Buscamos diversificar nosso portfólio em relação à exposição setorial, dando preferência para setores que têm baixa correlação direta com o resto do portfólio em relação à origem de receitas e fatores de risco aos quais estão expostos. Mas nesta crise, nossas principais posições, tais como Petrobrás (petróleo e derivados), NotreDame Intermédica (saúde), Azul (transporte aéreo), Localiza (aluguel de automóveis) e Iguatemi (shopping center) sofreram de forma desproporcional simultaneamente.

Quer dizer que o impacto desproporcional da COVID na carteira foi uma grande falta de sorte? Sem dúvida nenhuma eventos aleatórios podem ter grande peso na composição de resultados de curto prazo. Certamente, a contribuição do aleatório (sorte/azar) é muito maior do que percebem os observadores que buscam explicações para desempenhos de seus investimentos no curto prazo. A tendência natural das pessoas é tentar “conectar os pontos” buscando explicações lógicas com causa e efeito para trajetórias que podem ter alta influência do acaso. Da mesma maneira que a performance positiva em alguns períodos da nossa longa trajetória pode ter tido contribuição do aleatório e, não somente mérito, a performance negativa de 2020 também parece ter tido tal contribuição. Por isso, acreditamos que a melhor maneira de avaliar a real competência de um time de gestão é através de análise de períodos longos (muitos anos) em que a contribuição do acaso tem maior probabilidade de ser minimizada. Dito isso, não foi só o acaso. Há lições e aprendizados que tiramos deste episódio.

Novembro / 2020

Após uma a forte valorização generalizada das nossas ações ao longo do segundo semestre de 2019, nossa margem de segurança aparentava ter sido comprimida, o que poderia ter nos levado a uma redução das exposições e maior uso de caixa. Além disso, contávamos com alguns “hedges” indiretos no portfólio que acabaram se tornando exposições amplificadas no pico da crise. O exemplo mais marcante foi o da exposição a variações do preço do petróleo que tentávamos neutralizar em nosso portfólio através do dimensionamento de posições em Azul e Petrobras. Mantínhamos posições em Petrobras e Azul um pouco maiores do que seria o dimensionamento individual em cada uma das ações em função do efeito contrário que flutuações no preço do petróleo normalmente têm sobre os resultados das duas empresas. A posição em ações da Petrobras em situação normal deveria funcionar como um “hedge” indireto para o impacto que flutuações no preço do petróleo podem ter sobre a base de custos da Azul. Na teoria, nosso portfólio estava “neutro” à eventuais flutuações no preço da commodity. Na prática, a queda inicial do preço do petróleo levou a Azul a aumentar muito o seu hedge operacional à commodity (compra de petróleo no mercado futuro) e, na sequência, o colapso da demanda por voos fez com que este hedge extraordinário se transformasse em dívida da empresa, contribuindo para a perda de valor por parte de seus acionistas. Fica o aprendizado marcante da vivência na prática de um fenômeno conhecido - ativos supostamente descorrelacionados podem ter comportamento similar em momentos de crise, quando o investidor mais precisa que o “hedge” funcione. Por trás desta discussão está a escolha de objetivos de um processo de gestão de risco. 1- Controlar volatilidade constantemente ou; 2- reduzir exposição a eventos extremos e raros? Nosso foco sempre foi o segundo objetivo, mas neste caso, estávamos usando instrumento que só tem validade para o primeiro.

O segundo fator que contribuiu para a performance negativa do ano foi a leitura equivocada que tivemos sobre o desenrolar da pandemia. Identificamos cedo o potencial risco que a pandemia poderia representar para os mercados e nos debruçamos sobre o tema tentando entender as possíveis consequências a partir de conversas com líderes do setor de saúde, médicos, formuladores de políticas públicas bem como através de análise histórica de eventos análogos. O intuito era o de obter uma visão mais embasada sobre a probabilidade de cenários. O resultado desse exercício foi o de atribuirmos baixa probabilidade ao cenário que acabou se materializando - o de quarentena generalizada como resposta à pandemia. Há muitos paralelos históricos de uso amplo de quarentenas prolongadas como instrumento de resposta a grandes epidemias como o que estamos vivenciando desde o início da pandemia, principalmente na Idade Média (ex.: Peste Negra de 1347 a 1351 que matou mais da metade

Novembro / 2020

da população em regiões da Europa). O último episódio generalizado ocorreu já no período contemporâneo em 1918 como resposta à gripe espanhola que vitimou mais de 50 milhões de pessoas em todo o mundo (2,8% da população total), o que corresponde a uma mortalidade proporcional aproximadamente 200 vezes maior do que a da COVID-19 até o momento. Em função da discrepância entre o que já se sabia sobre a letalidade da COVID-19 e a letalidade das doenças que provocaram os eventos históricos de quarentenas, usamos como parâmetro para avaliar a gravidade da situação, as respostas e medidas adotadas para lidar com eventos de disseminação do vírus Influenza, cuja letalidade é muito mais próxima da provocada pelo COVID-19, e que em 2018 chegou a vitimar mais de 60.000 pessoas nos E.U.A..

Em todos os episódios históricos há relatos de pânico e de comportamento irracional entre a população. Diante de uma doença nova e mortal e da falta de informação, as pessoas se apavoravam e passavam a acreditar em qualquer promessa de salvação¹. Diferente dos episódios na era medieval e da gripe espanhola há um século, desta vez, já contávamos com informações razoavelmente precisas sobre as características da doença (formas de transmissão, letalidade e contágio) mesmo antes de se iniciar o processo de quarentena e *lockdown* em quase todos os países desenvolvidos. Nosso grande erro de avaliação, neste caso, foi o de não ter dado o devido peso à possibilidade de que em 2020, em plena era da informação, o mundo adotaria de forma generalizada uma resposta medieval ao problema. Só nos “caiu a ficha” definitivamente quando ficou claro que o tema havia sido irreversivelmente politizado. A questão não era mais de informação, mas da maneira como ela é propagada e manipulada nos dias de hoje. Sob influência de fontes de informação altamente enviesadas e do ambiente extremado das redes sociais, procedimentos técnicos e medicamentos passaram a ser defendidos e atacados com o mesmo vigor e convicção com que se defende posições ideológicas nos dias de hoje. O que se viu foi mais um capítulo da disputa entre os apoiadores da onda populista/nacionalista, que elegeu diversos representantes ao redor do mundo nos últimos anos, e todos os seus opositores. Quem apoia Trump e Bolsonaro é fervorosamente contrário à quarentena, a medidas de distanciamento social e em menor grau até ao uso de máscaras. Quem é opositor diz que se apoia na “ciência” e que a “ciência” manda ficar em casa, preferencialmente de máscaras. Essa batalha de narrativas foi ganha pela oposição, o que pode levar à derrota de Trump nas eleições americanas. Por aqui, até o momento, Bolsonaro perdeu a batalha com a mídia sobre o que fazer como resposta à pandemia, mas encontrou

¹ Curiosidade - Em São Paulo durante a gripe espanhola, as pessoas recorreram a um remédio caseiro que combinava cachaça, limão e mel, o que levou ao aumento dos preços e à escassez da fruta. A eficácia da receita para combater a doença não foi comprovada até hoje; mas surgiu, assim, um patrimônio nacional - a caipirinha.

Novembro / 2020

no *Coronavoucher* um mecanismo alternativo, quase infalível em países latinos, para ganhar popularidade.

O resultado prático dessa disputa foi a adoção em massa por quase todos os países ocidentais de lockdowns e quarentenas com impactos severos sobre a atividade econômica. Se essa resposta foi a mais apropriada ou não para salvar vidas, isso deixou de ser relevante. Quem defendeu uma resposta mais racional ao problema (uso de máscaras, higiene pessoal, isolamento de grupos de risco, medidas pontuais de distanciamento social), conta com evidências da experiência de países como a Suécia para embasar seu posicionamento. Por outro lado, os defensores das quarentenas rígidas sempre poderão contar com a narrativa de que, não fossem as quarentenas, o número de mortos teria sido muito maior. O argumento é irrefutável de forma definitiva pela impossibilidade da contraprova, tal como quem sustenta que as políticas econômicas de Dilma Rousseff só não deram certo pois foram interrompidas por uma elite golpista.

Independente de opiniões sobre qual deveria ou poderia ter sido a resposta mais racional à pandemia, o que nos cabe como gestores de recursos é o reconhecimento da realidade que se impõe a cada momento, exercitar a autocrítica de forma honesta e tentar aprender com os erros de avaliação que inevitavelmente ocorrerão de tempos em tempos. Neste sentido, demoramos para reconhecer o novo estado das coisas, o que nos levou a reagir de forma lenta à crise que se desenrolava. Com isso, acabamos tomando postura defensiva de forma atrasada, o que comprometeu parcialmente a velocidade de recuperação.

O terceiro fator que contribuiu com a performance negativa no ano, e principalmente por não termos acompanhado a recuperação dos mercados na mesma intensidade que nossos pares, é consequência do segundo. Por não termos avaliado corretamente o cenário que se desenrolava, demoramos a reagir a duas mudanças estruturais que tiveram forte impacto sobre preços de ações no curto prazo. A primeira foi a desvalorização da nossa moeda como consequência da forte deterioração fiscal do país. A mudança de patamar do câmbio elevou fortemente a competitividade de empresas exportadoras, o que refletiu na valorização das ações desses setores. Tínhamos pouca exposição em nosso portfólio a esses setores, que impulsionaram a retomada inicial do Ibovespa a partir de abril. A outra mudança à qual demoramos a reagir foi a da mudança de comportamento das pessoas. A combinação de lojas físicas fechadas e *Coronavoucher* foi poderosíssima para impulsionar as vendas do e-commerce,

Novembro / 2020

antecipando uma tendência de ganho de participação de mercado dos canais de venda digitais que ocorreriam naturalmente ao longo de alguns anos. De acordo com a *Euromonitor*, o e-commerce representava apenas 8% das vendas totais do varejo e com a pandemia, essa participação saltou para 12%. É como se o e-commerce tivesse ganhado 5 anos em 2 meses.

Em resumo, além de uma combinação infeliz de eventos que impactaram nossa carteira de forma acentuada, falhamos em entender a natureza da crise e as suas consequências a tempo de proteger os resultados de curto prazo do fundo.

Parte 2 - E agora? - Desafios e Oportunidades

Mudanças no cenário Macroeconômico

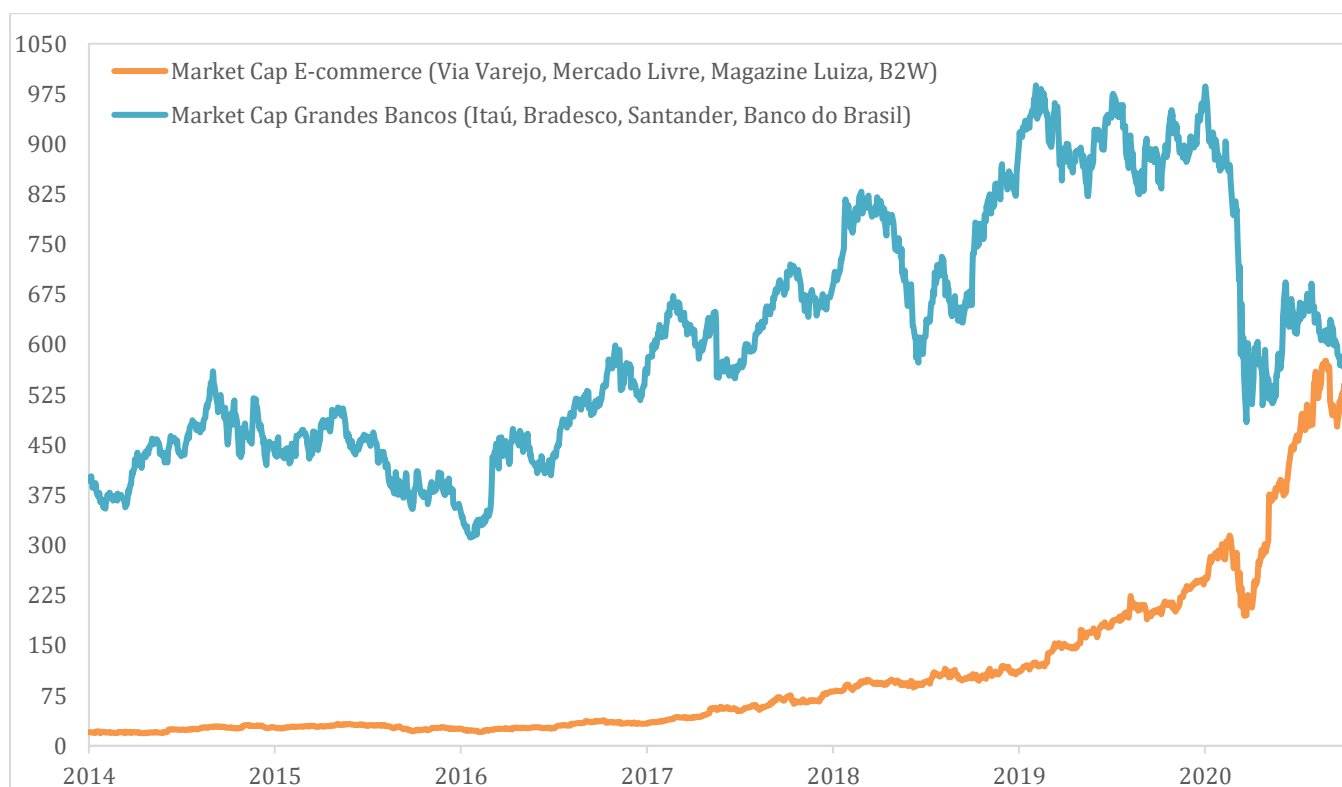
As mudanças causadas pela pandemia trouxeram alguns desafios para o ambiente de investimentos que vão além do impacto momentâneo sobre a atividade econômica de 2020. O déficit fiscal causado pela perda de arrecadação e medidas de estímulo deixaram sequelas no cenário macroeconômico que terão que ser tratadas. Após um período de três anos em que o Brasil vinha se recuperando da depressão econômica causada pelas políticas desastrosas do governo Dilma Rousseff, a crise do COVID-19 nos coloca novamente em situação de risco similar à de 2016, com as reformas do Estado se tornando inadiáveis². O salto de endividamento do estado brasileiro nos leva a uma posição de equilíbrio instável, com pouca margem de manobra para absorver eventuais choques de preços ou aumento do prêmio de risco exigido por investidores - situações que poderiam levar ao aumento da taxa de juros de curto prazo. A situação é de maior risco, mas como em 2016, isso não significa que as perspectivas para investimentos em ações sejam necessariamente negativas. Como em 2016, os preços dos ativos já refletem, pelo menos parcialmente, a percepção de risco macroeconômico. Mesmo sob risco em ambiente político muito ruidoso após o impeachment, o avanço na pauta de reformas trouxe recuperação econômica e uma melhora da percepção de risco que refletiu nos preços dos ativos e no forte desempenho das ações que subiram 162,4% de 2016 até fevereiro de 2020, antes do impacto do COVID-19. Essa situação pode se repetir agora se a agenda de reformas começar a avançar após as eleições municipais.

² Sugerimos a leitura da carta do fundo Verde do último mês, onde o tema foi exposto em detalhes de forma brilhante.

Mudanças de Comportamento - Aceleração de Tendências

Além do desafio no ambiente macroeconômico, a pandemia trouxe algumas mudanças de comportamento, com redução da mobilidade e adoção do *home office*. Estas mudanças levaram à aceleração da tendência de transformação tecnológica que vem ganhando impulso crescente na última década, com crescimento do e-commerce e da digitalização no mundo todo. A aceleração destas tendências deve ter impactos duradouros sobre o ambiente de negócios de empresas nos mais variados setores. Os efeitos de curto prazo foram amplamente discutidos e compreendidos e, por isso, foram rapidamente incorporados aos preços das ações de companhias que se beneficiam dessas tendências. As ações de tecnologia se valorizaram fortemente ao redor do mundo. Por aqui, é emblemática a mudança de valor relativo entre as quatro maiores empresas de e-commerce do país e os quatro maiores bancos privados, que estão tendo seu ambiente de competição alterado pela transformação digital.

Gráfico 1 - Evolução do Market Cap E-commerce vs Grandes Bancos



Há apenas 5 anos, a diferença de valor era de R\$363 Bilhões de reais em favor dos grandes bancos.

Sem dúvida alguma, essas tendências bem compreendidas já causaram um enorme movimento de preços relativos entre ações de empresas que são vistas como se beneficiando da tendência em relação às que estão tendo seu modelo de negócio desafiados. O que é relevante daqui para frente é conseguir avaliar o quanto dessas expectativas, embutidas nos preços, irão se converter em capacidade de geração de resultados duradouras e o quanto dessas expectativas serão frustradas.

Uma outra tendência que ganhou impulso com a pandemia foi o de migração de investimentos de pessoas físicas em direção à renda variável como resposta à queda adicional das taxas de juros. Ao longo de 2019 descrevemos este momento no Brasil com o apelido de *TINA (There Is No Alternative)*. Com mais de duas décadas de taxas básicas de juros elevadíssimas no Brasil, formamos gerações de investidores acostumados a uma realidade distorcida na qual investidores não precisavam fazer escolhas. Tudo que se deseja de um instrumento de investimentos (Segurança, Liquidez e Rentabilidade) o investidor poderia obter através de instrumentos atrelados ao CDI. A consequência dessa situação anormal foi a atrofia do mercado de capitais, que contribuiu para o ambiente de negócios favorável aos incumbentes e hostil aos novos entrantes, e uma participação muito baixa de ações no portfólio das pessoas. Enquanto normalmente se observa em muitos países participação de ações nos portfólios das pessoas em percentuais de 30%-60%, por aqui a média da alocação dos investimentos das pessoas em ações era de menos de 10%.

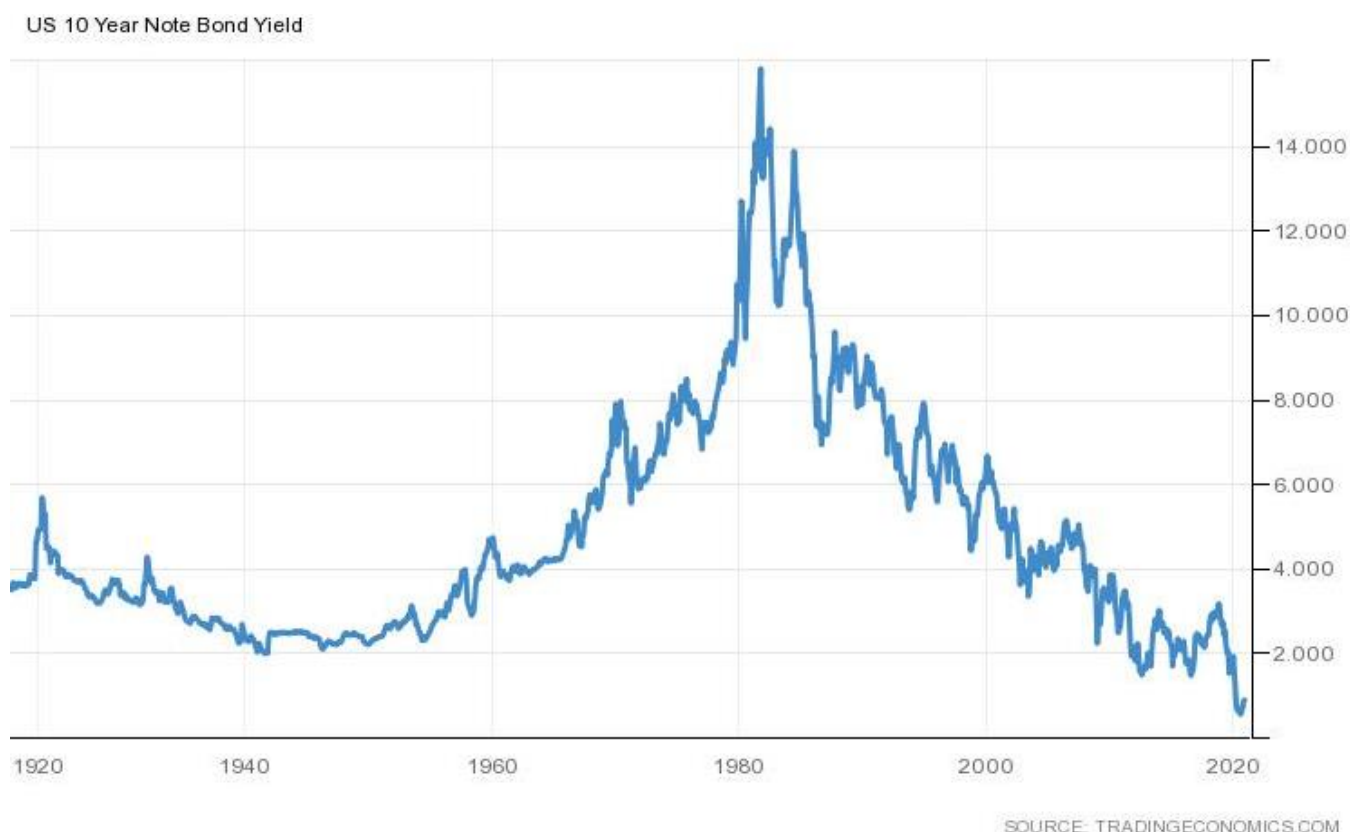
Com a queda da taxa básica de juros nos últimos três anos, enxergamos um movimento estrutural de normalização do ambiente de investimentos no país. Com isso, o investidor brasileiro passa a ter que fazer escolhas entre liquidez, segurança e rentabilidade, o que torna o investimento em ações competitivo com o CDI pela primeira vez. Como partimos de uma base muito baixa de investimentos em ações, seria natural que fosse iniciado redirecionamento da composição nos portfólios das pessoas físicas em direção às ações. Com a pandemia, e a queda adicional da taxa Selic, este movimento ganhou ainda mais força.

Apesar de enxergarmos o aumento do investimento de pessoas físicas no Brasil como algo extremamente positivo para o desenvolvimento do mercado de capitais local, acreditamos que o movimento global de busca por mais risco nos traz um ponto de atenção a ser monitorado. Não foi só no Brasil que a pandemia intensificou a procura por ações e ativos de risco. O mundo passou a conviver

Novembro / 2020

com taxas reais de juros próximas de zero ou negativas em muitos lugares, fortalecendo uma tendência que já vinha ocorrendo há mais de uma década. Desde a grande crise financeira de 2008-2009, o mundo vem convivendo com taxas de juros muito baixas para padrões históricos. Nos EUA, os últimos 10 anos foram o período de menor taxa de juros da história.

Gráfico 2 - Evolução do 10Y Yield Treasury Bond



O efeito de juros baixos para o mercado de ações é o de levar à maior tomada de risco por parte dos investidores. Além dos instrumentos de alavancagem que se tornam mais baratos, a queda de juros de longo prazo resulta em valorização de ações em função do aumento do valor dos fluxos de caixa esperados no futuro. Em teoria, o valor de uma ação é equivalente a todo o resultado, em forma de distribuição de caixa a ser recebido pelo seu detentor no futuro, descontado a valor presente por uma taxa equivalente ao seu custo de capital. Essa taxa de desconto tem na taxa básica de juros da economia um de seus principais componentes. Ou seja, quanto menores os juros de longo prazo, menor será a taxa de desconto. Quanto menor a taxa de desconto, maior será o valor atribuído a resultados que estão mais distantes no futuro. Assim, ações de empresas cuja expectativa dos investidores é de

Novembro / 2020

forte geração de resultados no futuro distante, se valorizam em relação àquelas com menor crescimento esperado. Tipicamente, empresas que se beneficiam da tendência de crescimento a partir de novas tecnologias, se valorizam muito em relação às empresas tidas como da “velha” economia. Ocorre que quanto mais distantes no futuro, mais incertos são esses resultados esperados. É como se houvesse uma tendência generalizada de troca do “certo” pelo “incerto”. Isso não é necessariamente um problema, já que este “incerto”, mais distante no futuro, pode se materializar e trazer ganhos. No entanto, trata-se certamente de uma maneira mais “arriscada” de investir.

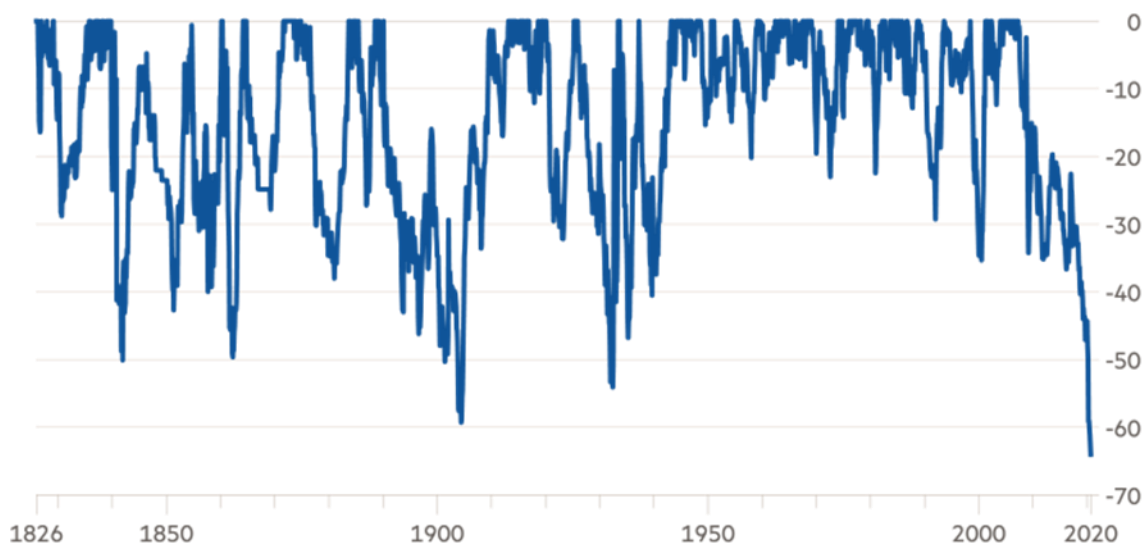
E o quanto esta combinação de juros baixos e inovação tecnológica tem afetado o ambiente de investimentos? A resposta é - MUITO! O que já vinha ocorrendo antes da crise ganhou impulso com a pandemia. A grande dúvida e o desafio para investidores é saber quando o “muito” se torna “demais” ou quando as expectativas se tornam “exageradas”.

Um estudo da gestora *Two Centuries Investment*, publicado semana passada no Financial Times, traz uma análise histórica interessante. A gestora expandiu o histórico normalmente analisado por participantes de mercado para incorporar dados desde 1826, ano da morte de John Adams e Thomas Jefferson, o segundo e o terceiro presidentes dos E.U.A., respectivamente. O estudo demonstra que em nenhum outro momento na história a valorização das ações de empresas com baixa expectativa de crescimento e múltiplos baixos, conhecidas como ações de “valor”, esteve tão defasada em relação às ações de empresas com grande expectativa de crescimento (ações de “crescimento”), como no momento atual.

Gráfico 3 - Queda cumulativa do fator “valor” em relação ao pico mais recente

Two centuries of value drawdowns

Cumulative loss of value factor since most recent peak (%)



* Value factor is derived from going long cheap stocks and short expensive ones.

Source: Two Centuries Investments

© FT

Para gestores como a *Two Centuries Investment*, cujo processo de escolha dos ativos que compõem o seu portfólio é baseado na aplicação sistemática de regras quantitativas a partir de dados históricos, o momento atual é visto como único na história.

Em maio deste ano, a AQR, uma das gestoras mais conhecidas nos EUA pelo uso de uma abordagem sistemática, publicou um estudo sugerindo que o momento não é apenas único, trata-se de uma situação insustentável de grande “exagero” de expectativas na visão da gestora³. Em seu estudo, que vale a pena ser lido com atenção, a AQR testa exaustivamente diversas possíveis hipóteses para o fenômeno observado pela *Two Centuries Investment* - o de exagero de expectativas refletido na precificação atual de ações de “crescimento” em relação às ações de “valor”. Historicamente, as ações de “crescimento” são em média 4x mais valorizadas do que as de “valor”. No momento, esta diferença está em mais de 12x que é o patamar mais alto da história. O trabalho da AQR analisa a discrepância

³ <https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Is-Systematic-Value-Investing-Dead>

Novembro / 2020

de preços entre essas duas características de ações (i) testando diferentes métricas de preço (múltiplos), com o objetivo de eliminar possível viés contábil; (ii) eliminando do estudo as grandes empresas de tecnologia, que podem distorcer a amostra, por estarmos em um ambiente de “*winner-take-all*”; (iii) eliminando do estudo indústrias inteiras, como as de tecnologia, mídia e telecomunicações, que estão passando por um momento muito especial nos últimos anos; e (iv) fazendo a análise restrita a empresas dos mesmos setores. A conclusão é que mesmo levando em conta todas as explicações mais comuns, como as de que “o mundo mudou em função da tecnologia”, para a discrepância observada entre os preços das ações de “valor” e as de “crescimento”, os investidores nunca na história estiveram dispostos a pagar tão caro pelas ações que eles “adoram” e nunca estiveram propensos a pagar tão pouco pelas ações que “não gostam”.

Aquele conceito de que para tudo há um preço e de que comprar barato aumenta a chance de ganho, nunca foi tão pouco útil como nos últimos tempos. Vemos reflexos de algum desses exageros em nosso mercado local. Um bom exemplo é a precificação atual das empresas de shoppings centers, como no caso da Iguatemi. Apesar de contar com um portfólio de ativos irreplicáveis que sustenta uma operação altamente rentável, a empresa é avaliada no momento pelo custo de reposição de seus imóveis (terrenos, tijolos e mão-de-obra para erguer paredes). Apesar de completamente “fora da moda” em tempos de quarentena e de valorização do e-commerce, temos pouca dúvida de que este é um exemplo de oportunidade que se abre para o investidor com horizonte de investimento de alguns anos.

Essa nova realidade traz alguns desafios para quem investe a partir de uma visão sobre fundamentos econômicos, na medida em que os preços dos ativos parecem cada vez mais influenciados por participantes do mercado, que sequer levam em consideração em seu processo de investimento a tentativa de obter uma visão de “valor” dos ativos em que investem. Estes participantes, conhecidos como investidores de “momentum”, têm o seu processo de investimentos voltado ao entendimento do comportamento dos preços das ações através da compreensão das narrativas que prevalecerão e dominarão o processo de tomada de decisões de outros investidores. Trata-se de um exercício mais de compreensão da psicologia humana do que de entendimento sobre a atividade empresarial e dinâmicas macro ou microeconômicas⁴.

⁴ Andrew Berkin fez uma excelente compilação dos trabalhos acadêmicos de maior relevância sobre o tema em seu livro “*Your Complete Guide To Factor-Based Investing*”.

A estratégia de “momentum” tem tantos adeptos no mercado pois, ao contrário do que diz a sabedoria popular, a maneira mais eficiente de se obter retornos com ações através da aplicação sistemática de uma regra mecânica, não é comprando as ações que mais caíram e vendendo as que mais subiram. É justamente fazendo o oposto. O fenômeno conhecido como “momentum”, indica que ações que mais subiram no passado recente são as que têm maior probabilidade de continuarem subindo no futuro próximo e de que as que mais caíram são as com a maior probabilidade de continuarem caindo. Este fenômeno é a “anomalia” de mercado mais persistente e disseminada que se tem conhecimento. Ela vem sendo observada e documentada em diversos países, em classes de ativos diferentes com evidências robustas há mais de dois séculos. A grande maioria dos investidores e especuladores que atuam de forma ativa nos mercados se beneficia, e tem parte significativa de seus resultados explicados por este fenômeno, conscientemente ou não.

Ocorre que este fenômeno é uma anomalia que não tem como continuar de forma indefinida. Uma hora terá de haver a normalização (reversão à média). Como dizia o economista Herbert Stein, “se algo não pode continuar para sempre, não continuará”. Como na brincadeira da dança das cadeiras, o grande risco que investidores em “momentum” correm é o de ficarem sem uma cadeira na hora em que a música parar de tocar, já que os movimentos de reversão à média ao final de um período longo em que prevaleceu o “momentum” podem ser violentos e deixar muita gente no chão. No momento atual, os preços dos ativos parecem estar significativamente influenciados por investidores que buscam capturar este fenômeno, o que torna a vida do investidor “fundamentalista” bem mais difícil. Neste ambiente, ele terá que adaptar seus parâmetros de avaliação se quiser investir em empresas que oferecem boas perspectivas de crescimento, ou estarão fadados a manter uma carteira com alto percentual de empresas da “velha” economia e altos percentuais de caixa sem qualquer rendimento, tal qual o portfólio atual da Berkshire Hathaway do lendário Warren Buffett.

O risco de adaptar parâmetros de avaliação para uma nova realidade é o de se expor a riscos desconhecidos. A combinação de inovação tecnológica e juros baixos que incentiva a tomada de risco é o receituário propício para exageros de percepção e formação de bolhas nos preços dos ativos. Isso não quer dizer que já estejamos observando, nem que necessariamente caminharemos para a formação de bolhas de preços. No entanto, acreditamos que na conjuntura pós pandemia, o estudo e a compreensão de duas dinâmicas, será mais importante do que em qualquer outro período nas últimas décadas: (i) a dinâmica que rege a evolução dos ciclos de preço de ativos até as situações extremas

típicas de bolhas, para entender em que ponto do ciclo nos situamos a cada momento; e (ii) a compreensão sobre as mudanças tecnológicas que alimentam as expectativas sobre as ações que se beneficiam dessas novas tendências, para manter uma percepção sólida sobre fundamentos e evitar ser contaminado por modismos.

Parte 3 - Exageros e modismos

A atração pela novidade

A extrapolação de tendências de curto prazo geradas por alguma novidade (ex.: mudança tecnológica) para o futuro de forma indefinida é um comportamento típico que pode levar a exageros de percepção e de precificação de ativos. As bolhas de preço são formadas desta forma. Há evidências desde o século XVII de que as bolhas na maioria das vezes começam a partir de alterações reais de fundamentos, muitas vezes ligadas a mudanças tecnológicas⁵. Em fase inicial, os que reconhecem cedo estas mudanças, tanto investidores de longo prazo quanto participantes de mercado em busca de ganhos mais rápidos, se posicionam primeiro. Conforme o entendimento sobre as novas tendências vai se disseminando, as compras aumentam e, com elas, as ações de empresas beneficiadas por essas tendências se valorizam, entram no radar de um número maior de participantes e se tornam ações “da moda”. Aqueles que buscam o ganho rápido atentos às narrativas que embasam a valorização das ações que estão na moda, mas sem muita convicção sobre os fundamentos que suportam tal valorização, compram e vendem rapidamente levando ao aumento do volume negociado diariamente (liquidez) dessas ações.

A participação do investidor “fundamentalista”

Uma característica comum ao investidor “fundamentalista” é o entendimento de que há um determinado grau de incerteza em relação a qualquer expectativa que se tenha sobre o futuro, mesmo na presença de fortes evidências de curto prazo que possam suportar essas expectativas. Quanto mais distante no futuro, mais incertas são essas expectativas. Como resultado desta compreensão, buscam trabalhar com o conceito de margem de segurança. Ou seja, buscam se posicionar em situações em

⁵ Como bem documentado no pequeno livro escrito pelo economista John Kenneth Galbraith em 1990 - *A Short History of Financial Euphoria* (Breve História da Euforia Financeira) - <https://equitas.com.br/a-short-history-of-financial-euphoria/>

que teriam menor risco de incorrer em grandes perdas mesmo que sua expectativa básica sobre o futuro não se materialize da maneira como foi inicialmente idealizada. Aí as coisas começam a ficar mais interessantes, pois este conceito de margem de segurança, apesar de claramente definido, depende de uma avaliação totalmente subjetiva sobre expectativas e probabilidades, o que pode levar a visões muito diferentes sobre a atratividade e o risco associados de uma determinada ação por investidores que usam abordagem de investimento semelhantes.

No processo de avaliação de oportunidades, riscos e probabilidades, o investidor diligente tenta combinar a análise de informações objetivas quantificáveis, tais como: evolução de vendas, margens, participação de mercado, etc., com a busca de compreensão da natureza das forças de mercado e das características intrínsecas de cada empresa que contribuíram com os seus resultados históricos e seu posicionamento. Sem essa análise cuidadosa, o investidor pode ser levado ao erro de avaliação ficando exposto ao risco de se iludir com narrativas de fácil compreensão que se propõem a simplificar o entendimento do passado⁶. Mesmo assim, não há garantias de que uma análise diligente leve a decisões corretas de investimento. No final, tudo afunila para uma ponderação de probabilidades altamente subjetiva e complexa.

Nós, normalmente, somos compelidos a usar regras e parâmetros que facilitam o processo de tomada de decisões diante de situações complexas. No ambiente de investimentos, disseminou-se o uso de “múltiplos”⁷ como parâmetros simplificadores para auxiliar o processo de tomada de decisões. Quanto mais baixos os “múltiplos”, menos valorizadas (mais “baratas”) estão as ações de determinada companhia, o que pode sugerir maior “margem de segurança” ou potencial de valorização para quem se apoia nesses parâmetros simplificadores.

A primeira troca de guarda - Sai o investidor em “múltiplos” baixos e entra o investidor em “momentum”

⁶ Para quem se interessa pelo tema, sugerimos a leitura de dois livros - “Iludidos pelo Acaso” de Nassim Taleb - <https://equitas.com.br/fooled-by-randomness/> - e “The Halo Effect” (O Efeito Aura) de Phil Rosenzweig - <https://equitas.com.br/the-halo-effect/>

⁷ Parâmetros que normalmente relacionam o valor de mercado de uma empresa (preço de suas ações multiplicado pelo número de ações emitidas) a um parâmetro financeiro, tal como: Lucro Líquido, Geração de Caixa, Valor Patrimonial, etc.

Novembro / 2020

Voltando à descrição do processo de formação de bolhas, quando as ações começam a se valorizar, os primeiros investidores fundamentalistas a venderem suas ações são aqueles que dão maior peso aos parâmetros simplificadores no processo de tomada de decisão, ou seja, aos “múltiplos” em comparação com seu comportamento histórico. Convencionou-se chamar estes investidores, erroneamente na nossa opinião, de “investidores de valor”. A decisão de venda evita que eles percam dinheiro com o estouro de bolhas, mas não evita que percam dinheiro se expondo a riscos de outras naturezas - o de poderem dar preferência excessiva a empresas com fundamentos econômicos frágeis e/ou com perspectiva de deterioração e perda de valor contínua (“*value traps*”); e, ao risco de negligenciarem grandes oportunidades de investimento.

Mesmo com a venda destes investidores, a valorização pode continuar impulsionada por investidores em busca de “momentum” que são atraídos pela tendência de alta.

A segunda troca de guarda - Saem os racionais e entram os iludidos e torcedores

Mesmo com menor participação de investidores em ações de múltiplos baixos e maior participação de investidores de “*momentum*”, o ambiente pode permanecer racional e propiciar bons retornos ajustados por risco por muito tempo. O problema é quando o ambiente passa a ser dominado por torcedores apoiados em narrativas sedutoras. Neste ponto, a relação risco vs. retorno pode se tornar bastante desfavorável para o investidor de longo prazo⁸. O desafio para todo investidor racional e prudente é o de entender quando nos aproximamos desta situação.

Parte 4 - O que achamos que sabemos, e o que não sabemos...

Os céticos sempre questionarão a afirmação de que “*this time is different*”. No nosso caso, não temos dúvidas de que estamos vivendo um momento muito diferente onde os extremos se sobressaem. Há muito mais oportunidades de criação de valor e muito mais incertezas do que em qualquer outro momento que vivenciamos. A nossa dúvida é “o quanto”...

⁸ O de curto prazo vai tentar se defender com mecanismo de *stop loss*, torcendo para que ele não seja acionado simultaneamente por uma manada de investidores que usam o mesmo mecanismo de proteção.

O que acreditamos que sabemos com alta segurança...

A combinação entre acesso à capacidade de processamento quase que ilimitada (processamento como serviço em nuvem) e disseminação dos aparelhos *mobile* foi explosiva. Ela abriu caminho para um processo de avanço contínuo e exponencial do uso de dados e mecanismos de inteligência artificial. A capacidade de analisar informações, entender preferências, comportamentos e influenciar tendências se tornou vantagem competitiva que aumenta continuamente a diferença entre companhias que estão à frente de seus concorrentes no acesso e uso de dados. Trata-se de um novo “*moat*” que, ao invés de ser erodido com o tempo, se torna cada vez mais profundo, protegendo a posição dos players dominantes. Há quebras de paradigmas importantes em relação a posicionamentos estratégicos. O *trade off* entre escala e customização de produtos e serviços deixa de ser tão claro quanto no passado. Neste contexto, multiplicam-se as possibilidades de negócios com características de “plataforma”, em que a criação de valor é desproporcional ao crescimento. O modelo típico de criação de valor a partir de ganho de escala, em que a receita adicionada com a venda de uma unidade incremental de produto ou serviço com margem de contribuição positiva leva à diluição de custos fixos, torna-se menos relevante diante de novos vetores de criação de valor. Este modelo de criação de valor linear perde espaço diante de plataformas que ganham valor de forma exponencial com o efeito de rede, conectando clientes e fornecedores.

Na corrida para se adaptar ou capturar as oportunidades que se apresentam neste novo contexto, diferenciais competitivos tradicionais bastante tangíveis tais como distribuição, marca, escala, perdem relevância para os aspectos humanos e organizacionais. As características das pessoas à frente deste processo, a maneira como organizam suas equipes e interagem, bem como, a forma com que lidam com incertezas (“cultura corporativa”) podem fazer toda a diferença. O poder de inovação a partir da capacidade de testar hipóteses, analisar resultados e implementar alterações rapidamente é arma potente na mão dos novos entrantes em sua trajetória de enfrentamento dos incumbentes, cuja velocidade de reação é fortemente influenciada pela inércia e tentativa de defender o seu “*status quo*”.

Tudo isso já era bem compreendido por grande parte dos agentes econômicos, fossem eles investidores, consumidores, empresários, empreendedores e executivos. A pandemia, neste sentido, teve papel importante de, por um lado, antecipar em alguns anos os efeitos desta transformação que

já estava em andamento. Por outro lado, ela trouxe enorme visibilidade para este processo. O resultado até o momento foi o de incorporação muito rápida de expectativas ao preço das ações de empresas que são vistas como potenciais “ganhadoras” neste novo contexto em detrimento daquelas que são vistas como fadadas à obsolescência. Constatar que o Mercado Livre é uma empresa com capacidade de inovação e uso de ferramentas de tecnologia muito superior à grande maioria dos seus competidores, que continuará crescendo de forma acelerada capturando fatia cada vez maior do mercado de varejo tradicional, não dará vantagem para aqueles que investem esperando retorno superior em suas ações. Isso já está muito bem refletido nos preços de suas ações. Também terá pouca vantagem quem entende a sua natureza de “plataforma”, que reforça seus diferenciais ao longo do tempo, nem quem reconhece o potencial de expansão de suas operações para outros mercados tais como o de mídia e de pagamentos, o que já é uma realidade. Este é um exemplo de empresa que cria valor de forma “A” e “B”, tem clareza do potencial de expansão para “C” e “D”, mas o mercado já incorpora parcialmente no preço de suas ações, seu sucesso nas iniciativas “E” e “F”. É atribuído valor expressivo para as várias “opções” de expansão e criação de valor que a equipe à frente da empresa conseguirá explorar no futuro⁹. O diferencial estará em compreender e avaliar: (i) essas possíveis “opções” futuras; (ii) as alterações no cenário competitivo em que o Mercado Livre está inserido; (iv) o impacto que suas escolhas terão sobre competidores e clientes; (v) alterações de preferências de seus consumidores e parceiros de negócio; (vi) mudanças internas; (vii) possíveis rupturas tecnológicas; etc. Ou seja, nada diferente da aplicação do nosso *framework* tradicional de análise só que para um novo contexto.

O que não sabemos, e o que suspeitamos fortemente...

Não sabemos como a aceleração de tendências e visibilidade trazidas pela pandemia irá alterar o cenário competitivo no longo prazo entre as empresas afetadas pela transformação tecnológica. No entanto, temos certeza de que isso ocorrerá e de que a compreensão desta dinâmica será um dos mais importantes pontos de diferenciação entre investidores daqui para frente.

Há quem defenda que o estouro da bolha da internet em 2000 foi um dos maiores presentes do acaso para a Amazon, desde sua fundação em 1994. Com o estouro da bolha, empresas e investidores

⁹ Disclaimer: Temos visão positiva sobre as ações do Mercado Livre, as quais mantemos em nosso portfólio.

passaram a olhar com muito ceticismo o potencial do e-commerce. A internet passou a ser vista como canal de distribuição acessório. Empresas de e-commerce passaram a ser encaradas pelos varejistas tradicionais como players de nicho que insistiam em um modo de operação que não teria como se sustentar de forma rentável. Neste ambiente de descrédito, Jeff Bezos foi construindo passo a passo os pilares de uma operação que se tornou um rolo compressor, difícil de ser combatido de frente e que transformou a indústria de varejo de forma irreversível. É chocante constatar que o Walmart, uma das maiores empresas americanas na época, com seu imbatível sistema de logística, a maior rede de satélites privados no mundo conectando suas operações com dados, voz e vídeo desde os anos 80, tenha se mantido praticamente inerte diante da revolução encabeçada por Bezos. Foi só em 2016, com a compra da Jet.com, que a ficha parece ter caído definitivamente para o gigante de Bentonville.

A letargia não foi um privilégio exclusivo do Walmart. A indústria de varejo tradicional perdeu tempo precioso que teria permitido reação mais eficaz e adaptação mais rápida de suas operações para uma nova realidade competitiva que vinha se configurando há tempos. Uma geração de executivos praticamente ignorou a importância dos aspectos organizacionais e culturais na busca e implementação de inovações tecnológicas. É um exemplo muito claro da síndrome do “sapo na panela” aplicado ao mundo empresarial.

E qual a semelhança com o momento atual?

Acreditamos que a visibilidade trazida pela pandemia para a importância da transformação digital pode ter efeito contrário ao do estouro da bolha da internet para o ambiente competitivo no longo prazo¹⁰. O sucesso relativo das empresas que estavam mais avançadas no uso de dados e ferramentas digitais, nas mais variadas indústrias (de bens de consumo à produção de aço), despertou a atenção de todos. As consequências do holofote que foi colocado sobre esta questão ainda não foram sentidas, mas têm potencial para causar mudanças de rumo no ambiente competitivo por muitos anos.

Temos mantido conversas com empresas de setores variados que pretendem acessar o mercado através de um IPO nos próximos meses. É notável a mudança de foco estratégico e tático. Não há uma empresa que não tenha iniciado, reforçado ou acelerado seu plano de transformação digital. No *e-commerce*,

¹⁰ Concordamos com a visão exposta em artigo recente do ex-Fidelity - Gavin Baker. https://medium.com/@gavin_baker

por exemplo, o jogo pode mudar bastante no longo prazo. Os vencedores não serão somente os que se destacam no formato de *marketplace* digital. A operação do varejo físico em paralelo ao digital, conhecido como *omnichannel*, oferece vantagens claras dependendo do tipo de preferência do consumidor. A entrega na loja de uma compra feita online, ou o envio a partir da loja para o cliente, podem ser alternativas que aumentam a eficiência logística de um varejista em relação ao seu competidor cuja interação com os clientes é feita exclusivamente no ambiente digital. Além disso, a “experiência” de compra pode ser melhor trabalhada por um varejista que conta com a possibilidade de interação presencial com seus clientes. A exposição de marca no ambiente físico pode reduzir o esforço e investimento em mídia digital, um item cada vez mais importante para qualquer operação online. O varejo é um exemplo em que não há um único formato que seja claramente superior para todos os gostos. Se o varejo físico não pudesse trazer vantagens, seguramente a Amazon não teria comprado a rede de supermercados Whole Foods em 2017. Dependendo do tipo de preferência do consumidor, um modelo que mescla o físico com o digital pode ser superior. Neste sentido, varejistas especializados, líderes de suas categorias, podem se sair muito bem na disputa com os *marketplaces*. A atenção que está sendo dada ao tema, neste momento, pode levar a grandes histórias de criação de valor nos próximos anos.

A atenção ao tema é o ponto de partida do processo de mudança, mas ela não garante que a direção adotada ou a velocidade de implementação sejam adequadas. Por exemplo, quando observamos a reação de alguns bancos tradicionais ao desafio/opportunidade do digital, nos questionamos se encontrarão o caminho a tempo, ou se desistirão de tentar. O tema é conhecido e debatido pela indústria que vem buscando se adaptar à nova realidade há anos. Neste processo, é esperado que algumas iniciativas não sejam bem sucedidas e que tenham que ser repensadas ou encerradas. O importante é que se faça uso do aprendizado para prosseguir com maiores chances de êxito. Por exemplo, vemos a iniciativa do Bradesco em criar um banco digital (Next) atrelado à sua infraestrutura de TI, bem como, a do Santander em fomentar uma plataforma de investimentos inovadora (Pi) a partir de equipes de executivos do banco, evidências da dificuldade de adaptação. Uma das grandes barreiras de entrada que protegia o varejo bancário brasileiro, além da rede de agências, era o acesso a capacidade de processamento e necessidade de investimentos de TI. Com processamento em nuvem e “*software as a service*”, o que era barreira de entrada se tornou desvantagem competitiva para os bancos de varejo que se veem amarrados aos seus sistemas legados. Os novos entrantes passaram a ter acesso a arquiteturas de sistemas mais leves e baratas, o que os permite avançar mais rápido no

desenvolvimento de produtos e customização de serviços. Com a opção que fez no Next, o Bradesco abriu mão desta importante vantagem, privilegiando o aspecto “segurança” em suas decisões e posicionamento. No caso do Santander, a opção por fomentar uma “*fintech*”, “*startup*” através de sua equipe interna de funcionários CLT evidencia que o banco privilegia o “controle” e “*compliance*” em suas decisões. Dificilmente um grupo de funcionários CLT, mesmo que relocados para ambiente de *co-work* informal e com padrão de vestimentas mais flexível, terá o mesmo alinhamento de interesses, propensão à tomada de riscos, atitude de dono, disposição a quebrar paradigmas e promover rupturas sobre o próprio negócio como os diversos grupos de empreendedores que buscam abocanhar uma fatia do negócio de investimentos dos grandes bancos.

A dúvida que fica é se a partir de experiências como estas, empresas conseguirão incorporar os aprendizados em seu processo de decisões e se adaptar, ou se simplesmente desistirão da briga. As propagandas recentemente veiculadas pelo Bradesco com os Jetsons e do Santander com atriz Ana Paula Arósio, sugerem que podem ter aberto mão de disputar a preferência de pessoas que tenham nascido a partir dos anos 90, optando por fortalecer a sua mensagem para uma base de clientes que hoje é mais rentável e menos propensa a mudar seus hábitos de consumo. Esta decisão pode ter partido da visão de que a proposta de valor e capacidade de oferecer soluções inovadoras dos bancos digitais e novos entrantes tem maior apelo para o público mais jovem e mais propenso a experimentar novidades. Se for isso mesmo, é decisão que busca proteger os resultados de curto prazo, mas com consequências potencialmente negativas no longo prazo, na medida em que pode ser caminho sem volta. Os novos entrantes que vêm alterando o cenário competitivo no mercado bancário iniciaram sua trajetória explorando uma base de clientes “*early-adopters*”, ávidos por novidades. No entanto, com o crescimento e número de clientes já conquistados por XP, Nubank, Stone, PagSeguro, Mercado Pago, entre outros, fica claro que a disputa de mercado com os incumbentes já não pode mais ser circunscrita a este público apenas. Estas empresas já “cruzaram o abismo”¹¹ e disputam com os grandes bancos clientes de perfil tradicional, onde está o grosso da receita potencial.

Como o mercado normalmente trabalha com extrapolações para o futuro distante de tendências que prevaleceram no passado recente, nos parece que este quadro descrito acima já está bem incorporado ao preço das ações dos bancos brasileiros, que estão sendo negociadas a “múltiplos” de patrimônio

¹¹ Conceito introduzido por Geoffrey Moore em seu livro “*Crossing the Chasm*” de 1990, cujo framework foi originalmente definido para analisar estratégias de marketing em negócios de tecnologia B2B.

líquido abaixo do histórico e, por isso, podem parecer “baratas”. Para que estas ações “baratas” se tornem bons investimentos de longo prazo, os bancos terão que conseguir alterar esta trajetória no futuro, o que não é tão claro para nós neste momento. Da mesma maneira que para se tornarem investimentos necessariamente ruins, a competição tem que se agravar além do esperado, o que também não está claro para nós neste caso. Acreditamos que os bancos tradicionais terão, por muitos anos, uma boa base de geração de lucros nos negócios em que o uso de seus “balanços” seja diferencial competitivo importante.

Parte 5 - O ambiente de negócios no Brasil e a relação com nossa abordagem de investimento...

Temos por filosofia começar nosso processo de análise de qualquer empresa por um questionamento muito simples: Quais são suas vantagens competitivas?

Acreditamos que conseguindo responder esta pergunta temos melhores chances de entender o que está por vir e como as empresas nas quais investimos conseguirão gerar valor para seus acionistas no futuro.

Internamente, aplicamos esta mesma metodologia para nortear nossas decisões sobre como atuamos nos mercados, como definimos a estratégia dos nossos fundos de investimento, de que forma escolhemos nossos colaboradores e nos organizamos como um time. A partir de uma postura de humildade diante do mercado e de nossos competidores, buscamos entender quais podem ser nossos diferenciais competitivos, para reforçá-los e eventualmente expandi-los. Esta análise parte da avaliação das nossas experiências profissionais e acadêmicas, bem como de nossos desejos e motivações. Neste sentido, acreditamos que de todas as possíveis maneiras de se investir, temos maiores chances de desenvolver diferenciais analisando negócios e buscando compreender dinâmicas concorrenciais, estratégias corporativas e os elementos que diferenciam as empresas.

Com esta visão, montamos posições em ações que permanecerão em nosso portfólio por muitos anos, reduzindo, assim, a dependência de entendimento preciso sobre dinâmicas que trazem oscilação aos preços das ações no curto prazo. Disputas políticas domésticas ou internacionais, fluxos de capitais, mudanças de humor de participantes de mercado, entre outros, são elementos importantíssimos para

Novembro / 2020

determinar a performance de ações em intervalos de semanas, meses ou poucos anos. No entanto, não achamos que temos a capacidade de formar visões sobre estes elementos que nos deem alguma vantagem relevante em relação aos demais participantes do mercado. Por isso, buscamos atuar de forma que estas visões não sejam determinantes para a nossa performance no longo prazo.

Frequentemente somos questionados se esta não seria uma postura inadequada de atuação em um ambiente tão instável quanto o brasileiro. Warren Buffet costuma dizer que o investidor de longo prazo nos E.U.A. pode se apoiar na convicção de que está se expondo a um sistema econômico que “funciona”. Este sistema é baseado em instituições sólidas e governança bem estabelecida há 230 anos. Não seria ingênuo adotar premissa semelhante para o Brasil? Acreditamos que sim! Por aqui, vivemos de susto em susto a cada três ou quatro anos. A única convicção que podemos formar é a de que estamos apoiados em um sistema econômico propenso a acentuar distorções e que “não funciona” adequadamente. Por um lado, este sistema econômico complexo, burocrático e distorcido impõe um enorme custo à nossa sociedade em forma de ineficiência, baixo crescimento, amplificação das desigualdades com produtos e serviços caros. Por outro, ele desencoraja a concorrência e serve como grande proteção para quem consegue estabelecer alguma vantagem competitiva. Empreender no Brasil é uma atividade heroica, mas quem obtém sucesso e consegue se estabelecer passa a ter ao seu favor um ambiente hostil aos novos entrantes e à concorrência. É como se o árbitro só apitasse falta do adversário.

Por exemplo, há empresas de software de gestão corporativa no Brasil cujo único diferencial sobre as empresas de TI internacionais é a capacidade de manter seus sistemas atualizados em relação às constantes alterações do nosso código fiscal. São centenas de funcionários nestas empresas dedicados à atividade improdutiva de acompanhar as mudanças de regulação que podem fazer a diferença entre um varejista que tem seu sistema logístico definido de determinada maneira ter lucro ou prejuízo, por exemplo. Dizem que o Brasil não é para “amadores”, mas o ambiente aqui não é hostil somente para os pouco “profissionalizados”. Infelizmente, o Brasil não é para “estrangeiros”, pouco experientes em relação às nossas idiossincrasias, também. Um reflexo disso é a Amazon ter atualmente o mercado do México (país latino-americano, também instável e propenso ao populismo, aproximadamente 35% menor do que o Brasil em população e economia) à frente do Brasil como prioridade em seus planos de expansão. Essa é uma péssima notícia para o consumidor brasileiro, mas ótima notícia para Mercado Livre, B2W, Magalu, Via Varejo e outros.

No Brasil, as forças de mercado operam em marcha lenta. Um bom exemplo disso é a história da indústria de aquisição de transações de cartões de crédito. Esta indústria, que por décadas operou sob a configuração de um duplo monopólio, em tese, foi exposta à competição em meados de 2010, quando Redecard deixou de ter exclusividade na captura de transações com cartões Mastercard e Cielo deixou de ter exclusividade nas transações com cartões Visa. Na época, diversos players internacionais tais como First Data, Elavon e alguns bancos internacionais já mantinham equipes locais acompanhando a evolução do nosso mercado, aguardando o momento para ampliarem suas operações por aqui. Estas empresas contavam com *know how* tecnológico e operacional em mercados de alta competição. Acontece que a decisão de escalar suas operações no Brasil nunca foi tomada. Com isso, mesmo em um mercado onde a tecnologia estava disponível para todos os players, foi preciso que empreendedores e empresários locais, como Stone e PagSeguro, começassem operações do zero e ganhassem escala para que a posição dominante dos incumbentes começasse a ser desafiada. O arranjo competitivo local permitiu que operações letárgicas e ineficientes como as da Cielo e Redecard conseguissem entregar retornos altíssimos para seus investidores por quase uma década após a quebra do duplo monopólio. Há muitos investidores que atribuem o excelente retorno que obtiveram nas suas ações da Cielo durante este período à capacidade superior do management da empresa em tomar boas decisões estratégicas e em executar suas operações de forma eficiente. Ou seja, o ambiente competitivo no Brasil foi tão favorável para os incumbentes que permitiu que investidores de longo prazo ganhassem muito dinheiro com suas ações mesmo sem entender bem o porquê.

Se, por um lado, o investidor de longo prazo no Brasil não pode contar com o ambiente estável, ele pode, sim, contar com a capacidade que algumas empresas têm em criar valor para seus acionistas por períodos longos de tempo, apoiados em diferenciais competitivos que possivelmente seriam desafiados mais rapidamente em ambientes favoráveis à competição. O fenômeno da composição de retornos ao longo do tempo foi descrito por Albert Einstein como a força mais poderosa do Universo. É a este fenômeno que buscamos exposição e, no Brasil, algumas empresas encontram condições muito favoráveis para propiciarem esta exposição aos seus investidores.

Crises como a provocada pelo COVID-19 têm o efeito de amplificar ainda mais a diferença entre empresas. As bem posicionadas em seus segmentos de atuação e com diferenciais competitivos sólidos se fortalecem muito em relação aos *players* com posicionamento competitivo mais frágil. A diferença

Novembro / 2020

fica clara em crescimento e resultados que estas empresas são capazes de produzir nos anos seguintes à crise. As empresas bem posicionadas não contam apenas como o crescimento de seus setores de atuação como vetor de criação de valor. Elas se beneficiam também do crescimento a partir do ganho de fatias de mercado de seus concorrentes. Foi o que vimos no período de 2016 à 2019, pós-Dilma, em que as principais empresas do nosso portfólio apresentaram crescimento de receita média de 214% comparado a 42% de crescimento médio dos setores em que atuam com forte geração de lucros. Acreditamos que ocorrerá uma dinâmica semelhante nos anos pós-COVID.

Parte 6 - O que estamos fazendo no cenário atual...

Não estamos parados diante de tudo que descrevemos nesta carta. Encaramos nossa atividade como uma jornada longa de aprendizado contínuo. Neste sentido, estamos fazendo investimentos significativos de recursos (humanos e financeiros) para fortalecer nossos diferenciais e tentar cobrir eventuais lacunas tendo em vista oportunidades e desafios que enxergamos pela frente.

Acreditamos que estamos vivendo um período muito especial em relação ao potencial de criação de valor a partir da inovação, uso de dados e de ferramentas de tecnologia. Queremos capturar este potencial em nosso portfólio. No entanto, reconhecemos que temos uma curva de aprendizagem a percorrer. As ferramentas que usamos até aqui, talvez não sejam suficientes para nos garantir replicar o mesmo sucesso no futuro. Acumulamos experiências ao longo de décadas analisando e investindo em empresas e setores que não passaram por transformações como as que enxergamos para frente. Isso não quer dizer que nossa experiência tenha pouco valor. Muitos dos aspectos que aprendemos a identificar e valorizar continuarão sendo fundamentais no *framework* de análise das empresas nas quais investimos e investiremos. Ainda assim, há lacunas para preenchermos. Neste sentido, ampliamos nossa equipe de análise com profissionais dedicados à acompanhar tendências e avaliar desenvolvimentos tecnológicos em empresas fora do Brasil e que podem nos apontar para o que pode vir a prevalecer por aqui. Reformulamos a maneira como nos organizamos para garantir maior disseminação entre membros da equipe.

Na mesma linha, iniciamos uma operação de venture capital (Equitas VC) que faz investimentos em empresas com forte conteúdo tecnológico em fase bastante inicial de suas atividades. Tivemos o

Novembro / 2020

privilégio de nos associarmos a uma equipe dedicada que compartilha de nossos valores e objetivos e que é liderada por um empreendedor experiente que será o responsável por esta iniciativa. Acreditamos que temos muito a agregar para os times de empreendedores das empresas em que investimos através da Equitas VC. Ainda assim, buscamos, com esta iniciativa, aprofundar nosso conhecimento sobre tendências e modelos de negócios que poderão ameaçar as empresas abertas em que investimos através do Equitas Selection, ou que podem valorizar suas várias opcionalidades através de crescimento e reforço de diferenciais. A inserção no ecossistema de venture capital aprofunda nossa capacidade de interação com empreendedores e investidores que vêm fomentando o processo de inovação tecnológica nos mais variados setores da economia. Esta interação já vem trazendo resultados muito claros com o aprofundamento da nossa capacidade de avaliação sobre tendências e modelos de negócios que, até então, conhecíamos apenas superficialmente.

Reconhecemos que a combinação de juros muito baixos e inovação tecnológica pode levar a exageros de percepção, de tomada de riscos e distorção dos preços dos ativos. Acreditamos que estas condições podem prevalecer por muitos anos mais. Nossa escolha é a de seguir os conselhos de Howard Marks quando sugere: “*move forward, but with caution*”. Neste sentido, além de aprofundar nosso entendimento sobre fundamentos por trás das tendências de transformação, estamos reforçando nossa capacidade de identificar riscos a partir de ângulos alternativos de observação. Temos trabalhado em parceria com uma equipe de cientistas de dados e acadêmicos no desenvolvimento de ferramentas que nos permitem enxergar exposições indiretas do nosso portfólio à fatores de risco, bem como monitorar eventuais situações de exagero. Esta parceria tem derivado para outros campos de análise, como o uso de mecanismos de *machine learning* para auxiliar o processo de análise de dados setoriais não estruturados. Ainda não temos clareza dos resultados desta iniciativa, mas acreditamos que ela pode nos trazer muito aprendizado, eventualmente ajudando a expandir nossos diferenciais.

Aos parceiros e investidores que nos honram com sua confiança, gostaríamos de agradecer o contínuo apoio em período tão desafiador para todos nós. Buscamos construir relações de confiança com nossos colaboradores, parceiros e investidores baseadas na honestidade e transparência. Assim, infelizmente, não temos como nos comprometer com resultados em prazos mais curtos, mas continuamos comprometidos em entregar um desempenho superior ao longo dos anos. Encaramos a nossa atividade como uma jornada, na qual embarcamos há muitos anos e que desejamos que seja muito longa. O que podemos garantir é que continuaremos a percorrê-la com dedicação na busca obstinada pelo

Novembro / 2020

aprimoramento contínuo e excelência no que nos propomos a fazer. Não desaprendemos a exercer nossa atividade nem estamos despreparados ou desatualizados para entregar resultados excepcionais diante dos desafios e oportunidades que enxergamos à frente. Ainda assim, tropeços na jornada têm o poder de jogar luz sobre pontos fracos, afugentar a complacência e levar à reação. Como sempre fizemos em nossa trajetória até aqui, faremos bom uso deste.

Equitas Selection FIC FIA vs Ibovespa vs IBX vs CDI

	Retorno Absoluto				Retorno Anualizado			
	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI
Desde Início (06/07/2010)	434,9%	51,4%	105,4%	149,6%	17,6%	4,1%	7,2%	9,2%
12 meses	-23,4%	-13,3%	-12,0%	3,2%	-23,5%	-13,4%	-12,0%	3,3%
18 Meses	1,3%	-2,5%	-0,2%	6,4%	0,8%	-1,7%	-0,1%	4,2%
24 meses	17,5%	12,1%	11,7%	9,7%	8,2%	5,7%	5,5%	4,6%
36 meses	34,5%	25,6%	29,1%	16,8%	10,2%	7,8%	8,7%	5,2%

Data Base: 30/10/2020

PL Médio - Últimos 12 meses - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 3.150.353

PL Atual - 30/10/2020 - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 2.524.511

PL Atual - 30/10/2020 - Fundos geridos pela Equitas (R\$ mil): 4.983.026



Gestão de Recursos

Este material foi desenvolvido pela Equitas Administração de Fundos de Investimentos LTDA. (“Equitas”) com caráter meramente informativo e não constitui uma oferta de serviço pela Equitas e nem venda de cotas dos fundos por ela geridos. Para avaliação da performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise do período, no mínimo, de 12 (doze) meses. Fundos de Investimento não contam com 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 resultados futuros. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de Impostos. Para informações adicionais, acesse o site www.equitas.com.br

O EQUITAS SELECTION FIA está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os indicadores mencionados são mera referência econômica, e não constituem parâmetro objetivo ou meta do fundo.