

Rio de Janeiro, 25 de fevereiro de 2016

Prezados cotistas,

Os senhores devem ter notado que faz algum tempo desde que lhes escrevemos nossa última carta, mais precisamente em abril de 2014. Gostaríamos de iniciar esta fundamentando os motivos para uma comunicação tão infrequente através deste meio.

Primeiramente, sempre acreditamos que nossas cartas deveriam ser o resultado da existência de temas interessantes para os cotistas da Squadra, como importantes oportunidades de investimento *long* ou *short*, ou as razões para uma exposição excepcionalmente alta ou baixa de nossos fundos, seja em ações ou hedges. Foi o que fizemos nas nossas cartas de julho de 2011 e de abril de 2014, por exemplo, em que lhes escrevemos sobre algumas ideias de investimento *short* e Equatorial Energia, nossa maior posição *long*, respectivamente. Entretanto, situações excepcionais não ocorrem quando queremos. Por definição, trata-se de exceções e não da regra. Logo, seria lógico que, na falta de eventos e assuntos extraordinários, não escrevêssemos uma carta até que algo relevante surgisse. Nos intervalos entre as cartas, as informações a respeito das mudanças nas alocações de ações, *gross* e *net exposures* dos portfólios, entre outras, estariam disponíveis aos senhores em nossos relatórios mensais, como de costume.

Em segundo lugar, tentamos nos manter fora do radar o máximo possível. Um baixo nível de *disclosure* sobre nossos investimentos reduz nossos custos associados ao *trading*. Do mesmo modo, não entrar em detalhes sobre posições menores, aquelas que consideramos boas mas não excelentes, que costumemente povoam portfólios de ações, além de ser a coisa certa a se fazer, nos ajuda a evitar situações de “pride of opinion” e viés acima do considerado natural. Afinal, uma vez colocado no papel, o alcance e duração de seu comprometimento automaticamente sobem a um novo patamar. Na maioria das vezes, expor publicamente o racional de um investimento não está no melhor dos interesses de nossos investidores.

Por último, não estamos exatamente certos do valor que existe, do ponto de vista dos cotistas da Squadra, em publicarmos textos sobre tópicos genéricos do mercado de capitais que não possuam aderência prática à conjuntura de nossos portfólios. Embora tenhamos visto artigos nessa linha de outros gestores fora e dentro do Brasil e possamos vez por outra nos aventurar na mesma, não acreditamos que seja algo presente em nosso DNA.

Essa tem sido nossa abordagem em relação às cartas aos nossos investidores até então. Contudo, desenvolvemos a impressão recente de que escrever aos nossos cotistas periodicamente deve, no mínimo, ajudar a organizar nosso pensamento de modo a reforçar nossos objetivos de longo prazo junto aos senhores. Após pesarmos os prós e contras, decidimos passar a escrever uma carta aos nossos investidores anualmente, no início de cada ano. Nas cartas pretendemos manter a seção onde destacamos a performance de nossos fundos no ano que passou, bem como falar sobre o que tem chamado a atenção em nosso universo de investimento. Sempre que houver oportunidades excepcionais de investimento que mereçam ser divididas em mais detalhes com os senhores, o faremos. Por fim, nossa seção “miscelânea” estará presente sempre que tivermos alguma novidade sobre a Squadra que valha destaque.

Nesta carta, além da breve revisão do ano de 2015, focaremos na análise dos últimos anos de nossos fundos, o que tem sido nosso *mindset*, como temos nos posicionado para o ambiente encontrado, o que tem funcionado e aquilo que não. Iremos rever e comparar nossas duas “estratégias”, notadamente Long-Only e Long-Biased, durante seus (mais de) 7 anos de operação. Acreditamos haver tempo suficiente para tal análise que sempre nos despertou interesse. Nesses últimos (quase) 8 anos, vivenciamos um período

de *bull market* no Brasil que durou até o final de 2012, quando medido pelas mínimas atingidas pelo custo de captação de longo prazo do governo brasileiro (títulos como as NTN-Bs). Em seguida, a economia do país entrou em um incansável processo de deterioração que se agravou desde o fim de 2014. Com uma janela de análise grande o suficiente para englobar tanto um *bull* como um *bear market* (que parece não ter acabado), alcançamos um ponto em nossa história em que nos parece justa a análise de ambas as “estratégias”.

## Nossa performance

Tabela 1:

	2015		Últimos 3 anos		Desde o início	
	Retorno	Exposição líquida média	Retorno	Exposição líquida média	Retorno	Exposição líquida média
Long-Biased <sup>1</sup>	-1,5%	47,8%	9,3%	52,2%	161,7%	48,9%
Long-Only	-5,9%	88,2%	0,4%	87,8%	175,7%	87,8%
Ibovespa	-13,3%	n.a.	-28,9%	n.a.	-28,4%	n.a.
IBrX <sup>2</sup>	-12,4%	n.a.	-17,5%	n.a.	-9,0%	n.a.
Benchmark estratégia Long-Biased <sup>3</sup>	17,2%	n.a.	46,2%	n.a.	150,4%	n.a.

O ano de 2015 é um daqueles que jamais será esquecido por quem investe em empresas brasileiras, sejam estas listadas em bolsa de valores ou não. O PIB do país caiu 3,75% de acordo com as estimativas do relatório Focus, após ter crescido apenas 0,1% em 2014. A atividade industrial regrediu aos mesmos níveis de 2004, após o recuo de 8,5% no ano que passou. O varejo nacional perdeu 11,8% de suas vendas em termos reais. O real foi uma das moedas que mais se desvalorizou no ano, dentro de um movimento global de fortalecimento do dólar americano. Nosso Produto Interno Bruto foi reduzido em US\$ 0,9 trilhão nos últimos dois anos. A maxidesvalorização da moeda (além do ajuste de preços administrados que haviam sido congelados) contribuiu sobremaneira para a inflação de 2015, medida pelo IPC-A, ter atingido 10,7%. O custo de oportunidade de quem investe no Brasil, medido pela NTN-B está acima de 7% real para quase todos os vencimentos. As taxas pré-fixadas estão acima de 15% (níveis observados apenas antes de 2006 e durante a crise de 2008), o que precifica uma inflação implícita acima de 8% (enquanto a meta do Banco Central é 4,5%). O CDS Brasil abriu de algo como 100 para 500bps.

As companhias brasileiras sofreram as consequências do aumento das taxas de juros e do custo de captação no país em seus balanços. Após os anos de boom e certa euforia na economia brasileira, muitas empresas elevaram seus níveis de alavancagem. Com a queda na rentabilidade operacional por que passou a maioria dessas companhias nos últimos dois anos, seus índices de endividamento, como por exemplo a dívida líquida sobre Ebitda, pioraram bastante. O mercado de dívida corporativa no Brasil, em geral, perdeu muita liquidez. Os bancos estão muito retraídos e cobrando *spreads* elevados. Hoje, companhias como Vale do Rio Doce e Petrobras veem suas dívidas em dólar serem negociadas com *spreads* de 500 a 600bps sobre o risco soberano. As companhias que possuem dívida em dólar sofreram ainda mais com a desvalorização

<sup>1</sup> Para maiores esclarecimentos, favor verificar as informações sobre os fundos no final do material Squadra Long-Biased FIC FIA (“Long-Biased”) Squadra Long-Only FIC FIA (“Long-Only”)

<sup>2</sup> O indicador IBrX é mera referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance dos fundos.

<sup>3</sup> IPC-A+x% a.a., cobrada anualmente, sendo o fator x definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator x era fixo em 6% ao ano.

do real. Como seqüela de mais dívida, juros maiores e resultados operacionais menores, uma queda considerável no lucro das companhias mais alavancadas tem sido inevitável.

A bolsa brasileira não passou imune e sofreu uma desvalorização de 13,3% (Ibovespa) e no dia 31 de janeiro de 2016 estava negociando na mesma pontuação de nove anos atrás em reais e dez anos atrás em dólares.

O ano de 2015 foi mais duro do que a queda do Índice Bovespa possa aparentar. Nos anos de 2013 e 2011, por exemplo, o Ibovespa caiu mais do que no ano passado, em reais. No entanto, basta olhar para a bolsa brasileira como um todo para ter uma melhor noção do estrago que sofreu o mercado de capitais do Brasil no ano que passou. Em 2015, 18% das ações que compõem o Ibovespa perderam mais do que 50% de seu valor, enquanto que nos anos de 2011 e 2013, “apenas” 6% e 7%, respectivamente.

Tentamos resumir esse cenário na tabela abaixo:

Tabela 2:

	Performance	SMLL <sup>4</sup>		Ibovespa	
		# de ações	% das ações	# de ações	% das ações
2015	Acima do CDI	20	16%	22	25%
	Positiva	28	23%	27	31%
	Negativa	94	76%	61	69%
	Menor que -50%	32	26%	16	18%
2014	Acima do CDI	27	22%	32	36%
	Positiva	34	27%	37	42%
	Negativa	90	73%	51	58%
	Menor que -50%	28	23%	10	11%
2013	Acima do CDI	26	21%	21	24%
	Positiva	42	34%	37	42%
	Negativa	82	66%	51	58%
	Menor que -50%	11	9%	6	7%
2012	Acima do CDI	77	62%	51	58%
	Positiva	83	67%	61	69%
	Negativa	41	33%	27	31%
	Menor que -50%	6	5%	3	3%
2011	Acima do CDI	28	23%	25	28%
	Positiva	52	42%	36	41%
	Negativa	72	58%	52	59%
	Menor que -50%	10	8%	5	6%
2010	Acima do CDI	66	53%	50	57%
	Positiva	89	72%	61	69%
	Negativa	35	28%	27	31%
	Menor que -50%	2	2%	0	0%

Como era de se esperar dado o ambiente hostil para o investimento em ações no Brasil, o Squadra Long-Biased FIC FIA (“Squadra LB”) e Squadra Long-Only FIC FIA (“Squadra LO”) tiveram uma performance ruim em termos absolutos, mas superior aos principais índices de bolsa locais, como podemos verificar na primeira tabela da carta. Foi o pior desempenho desde o início de nossos fundos, com a óbvia exceção dos últimos nove meses de 2008 (os nove primeiros de operação para eles). A performance positiva de muitos de nossos investimentos, notadamente de nossa maior posição, Equatorial Energia, além da

<sup>4</sup> SMLL (“Índice Small Cap”)

contribuição de nossos shorts e seguros (os últimos dois presentes apenas no Squadra LB) não foram capazes de compensar o desempenho ruim de outras posições, como algumas operações com spreads (somente no Squadra LB), *book* de ações *small caps* e, especialmente, Via Varejo.

Gostaríamos de destacar a contribuição de nossa principal tese de investimento, Equatorial Energia, cuja ação subiu 26% no ano. Foi o quinto ano consecutivo que a ação é a que mais contribuiu individualmente para nossos fundos, subindo dois dígitos, a despeito do que se passou com a economia brasileira no período. Durante o primeiro semestre do ano passado, o antigo controlador da empresa pulverizou o seu controle em bolsa de valores, através de dois leilões (um em fevereiro e outro em abril) em que vendeu os 23,5% que restavam de sua posição. Consequentemente, passamos a ser o maior acionista de Equatorial Energia, além de estarmos presentes diretamente em seu conselho de administração. Importante dizer que a companhia segue como nossa maior – e melhor – ideia de investimento, combinando um *valuation* atraente com a opcionalidade de geração de valor através de aquisições. Faremos uma pequena atualização sobre esse investimento mais adiante nesta carta.

Outra contribuição positiva, esta apenas para o Squadra LB, que gostaríamos de dividir com os senhores veio de nosso portfólio *short*. Em nossa carta de 15 de agosto de 2013 comentamos que estávamos aumentando “nossos esforços para encontrar e executar bons investimentos *short* de forma estrutural”. Fizemos alguns ajustes em nossa equipe de investimento para ampliar nosso foco nessa, potencialmente relevante, parte de nosso fundo. Embora 2014 tenha sido o primeiro ano “cheio” após termos feitos tais ajustes nessa direção, acreditamos que os resultados já começam a aparecer. Analisando os últimos cinco anos do fundo Squadra LB, 2015 foi aquele com o maior *exposure* e segunda maior contribuição (ao lado de 2014) do portfólio *short*. Em termos de contribuição para o desempenho do fundo, o ano passado perdeu apenas para 2011, ano no qual encontramos um número inesperado de investimentos “*short* ideais” e que mereceu uma carta para falar quase que exclusivamente sobre isso (carta aos investidores do primeiro semestre de 2011). Mais importante do que os resultados numéricos de um trabalho que passou por uma reformulação recente é perceber que, hoje, nosso time de investimento pensa mais nas oportunidades *short* do que a dois ou três anos atrás. Se o “click” que buscávamos realmente aconteceu, se faz necessário continuar na evolução de nossos processos para que um dia os investimentos *short* sejam encarados quase que com a mesma naturalidade que os *long*, dentro da Squadra.

No lado negativo, nunca havíamos perdido tanto dinheiro com uma ação quanto o que perdemos com Via Varejo em 2015. Erramos em nossa visão sobre o negócio, *management*, controlador, momento e gravidade do ciclo econômico e seu impacto nas vendas da empresa, assim como no tamanho da posição. Ou seja, erramos em quase tudo que poderíamos ter errado em relação a um investimento, o qual foi, durante boa parte do ano, o segundo maior de nossos portfólios. Como geralmente acontece, tivemos aquilo que merecemos: o ganho com o investimento em Equatorial Energia em 2015 foi anulado pela perda em Via Varejo. Sobre as perdas com ações *small caps*, faremos um comentário na próxima seção da carta.

Apesar de tudo, consideramos 2015 como um ano ok para os fundos Squadra. Atingimos mais uma vez nossa meta de longo prazo de “outperformar” os principais índices de bolsa locais em períodos negativos para o mercado de capitais. No entanto, sentimos na pele os efeitos de crise por que passa o Brasil, basicamente na performance operacional, das ações de Via Varejo e da maioria das *small caps* presentes em nossos fundos. Efeitos que, sim, acreditamos que poderíamos ter evitado pelo menos em parte e, caso tivéssemos tido sucesso, o Squadra LB e o Squadra LO teriam apresentado resultados que teriam nos deixado satisfeitos.

---

**Squadra LB e Squadra LO**

---

Como mencionamos na introdução desta carta, o Squadra LB e o Squadra LO atingiram uma idade que nos deixa confortáveis em fazer uma análise um pouco mais criteriosa sobre seu desempenho passado, tirando algumas conclusões que esperamos serem úteis não só aos senhores como ao nosso próprio time. Na tabela abaixo, utilizamos a performance dos fundos master tanto do Squadra LB quanto do Squadra LO. Entendemos que uma melhor análise da atividade de gestão de portfólio deve ser feita antes das considerações sobre as diferenças de taxas cobradas por cada fundo. Entretanto, por sabermos que para o cotista o resultado que interessa é aquele líquido do pagamento de taxas, também analisaremos o impacto de tais diferenças.

Tabela 3:

	Master LB <sup>5</sup>	Master LO	CDI	IPC-A+x%	Ibovespa	IBrX
Início a 31/dez/15	248,3%	243,4%	116,7%	150,4%	-28,4%	-9,0%
De 31/dez/09 a 31/dez/15	90,5%	79,5%	80,0%	107,7%	-36,8%	-16,3%
De 31/dez/12 a 31/dez/15	15,4%	8,9%	35,6%	46,2%	-28,9%	-17,5%
Início a 31/dez/09	82,9%	91,3%	20,4%	20,6%	13,3%	8,8%
Início a 31/dez/12	201,7%	215,4%	59,9%	71,3%	0,7%	10,4%
De 31/dez/09 a 31/dez/12	65,0%	64,9%	32,8%	42,1%	-11,1%	1,4%

Primeiramente, gostaríamos de chamar a atenção para o fato dos retornos absolutos dos dois fundos master terem sido similares em todos os seis períodos que destacamos na tabela acima, mesmo considerando-se níveis de *net exposure* do Master LB bastante menores do que o do Master LO. Como esperado, o risco medido em diferentes métricas foi consideravelmente reduzido na estratégia Long-Biased. Mantivemos um nível de caixa bem superior que, somado aos hedges, ajudaram a reduzir a volatilidade e as quedas abruptas do valor do portfólio. Embora não seja o objetivo dos hedges, obtivemos resultados positivos com tal estratégia desde o início do fundo. Nosso portfólio *short* também contribuiu de forma relevante e consistente para nossos retornos, ao mesmo tempo em que auxiliou na gestão de risco.

O fundo Master LO apresentou um melhor desempenho em relação ao Master LB durante os primeiros anos de existência de ambos, quando o mercado de capitais brasileiro experimentou uma dinâmica positiva e recompensou investidores com comportamento mais propenso a risco. É possível verificar que os períodos que vão do início da operação de nossos fundos até o final dos anos de 2009 e de 2012 são os de melhor desempenho para o Ibovespa e o IBrX, entre os intervalos que selecionamos na tabela acima. A partir do momento em que tal dinâmica se inverteu, o Master LB mais do que compensou o terreno perdido.

Mais importante e não capturado nos números da tabela acima é o fato de que a maior posição de caixa, os seguros e os *shorts* mantiveram-nos mais preparados para lidar com cenários negativos no fundo Master LB. Definitivamente, são duas as nossas metas quanto à gestão de risco: evitar as perdas permanentes de capital e ser um melhor tomador de decisão quando os mercados apresentam seus periódicos momentos de pânico. Parte desse objetivo é alcançada através de planejamento, sempre mantendo uma maneira de pensar que questione diversos cenários alternativos, da pesquisa e análise das companhias, à construção dos portfólios. Reconhecemos que existe muita coisa que pode dar errado no mundo, nos mercados e nas companhias em que investimos, o que torna simplesmente impossível a tarefa de antecipar-se a todas. Desta forma, sabemos que vamos sofrer perdas em nossos fundos, grandes algumas

---

<sup>5</sup> Squadra Master Long-Biased FIA (“Master Long-Biased”)  
Squadra Master Long-Only FIA (“Master Long-Only”)

vezes, e reconhecemos que elas fazem parte da atividade de investimento, desde que sejam transitórias. Um melhor processo de tomada de decisão e o conhecimento da natureza dos riscos em que estamos incorrendo nos ajudam a administrar as respostas necessárias em tempos difíceis e eventualmente determina quão bons investidores somos, medidos pelo rei de todas as métricas: os retornos compostos a longo prazo.

De volta à análise do Master LB, é válido comentar sobre um tema que pode sempre surgir quando se pensa a respeito das suas possíveis estratégias: *market timing*. Não se encontra em nossa doutrina de investimento a alegação de que vamos nos sobressair em aumentar e reduzir os níveis de risco do portfólio em antecipação a movimentos de mercado. Apreciamos a flexibilidade do mandato Long-Biased. Porém, ao longo do tempo, o que deve determinar os níveis de riscos assumidos no fundo é a identificação de oportunidades *bottom up* e não nossas opiniões a respeito do mercado. Entretanto, não estivemos imunes a tentativas de aumento de exposição em períodos de volatilidade alta, o que foi o caso em fortes *rallies* que ocorreram nos últimos poucos anos. A bolsa brasileira vivenciou dois *rallies* em 2014, o de *Emerging Markets* e o da eleição presidencial, cada um superior a 20% da mínima até a máxima, com durações de 1 a 2 meses. Tivemos também alguns em 2013 e 2015 ligados a temas de *Emerging Markets*, sempre acompanhados por um racional ligado ao próprio Brasil. Embora estejamos em um país altamente disfuncional, que persistentemente falha no desenvolvimento de seu potencial, o Brasil consegue manter um carisma de aposta promissora. Investidores acompanham seus acontecimentos de perto, sabendo que as medidas necessárias para o seu “turn around” são um consenso entre os economistas *mainstream*. A questão é sempre encontrar a convergência entre a liderança correta e a vontade política. Então, toda vez que os raios de esperança são vistos através da névoa, movimentos bruscos de *short covering* e uma irresistível mentalidade de “dessa vez é para valer” toma a todos como um tsunami, somente para logo em seguida deixar um rastro de destruição na moral e no portfólio dos investidores. Na Squadra, a estratégia Long-Biased acabou também pagando seu pedágio em alguns desses períodos, em tentativas de adicionar ao portfólio casos de investimento que mais se beneficiariam de um cenário onde o país entrasse nos trilhos das políticas econômicas corretas.

Mantendo-nos ainda na interseção entre temas macro e a gestão de portfólio, gostaríamos de realçar nosso ambiente de investimento desde 2012, quando os *valuations* atingiram sua máxima e o prêmio de risco soberano brasileiro sua mínima. Estivemos em um território de revisões negativas sem fim para a economia, para os lucros da imensa maioria das companhias, de alta no custo de capital e contração nos múltiplos de lucro das empresas, todos relacionados entre si, reforçando uma espiral mortal das dinâmicas de causa e efeito. Entramos em 2016 com o país enfrentando, sem perspectiva de fim para o curto prazo, o que muitos economistas estão classificando como a pior recessão de todos os tempos, tanto em termos de duração quanto de intensidade.

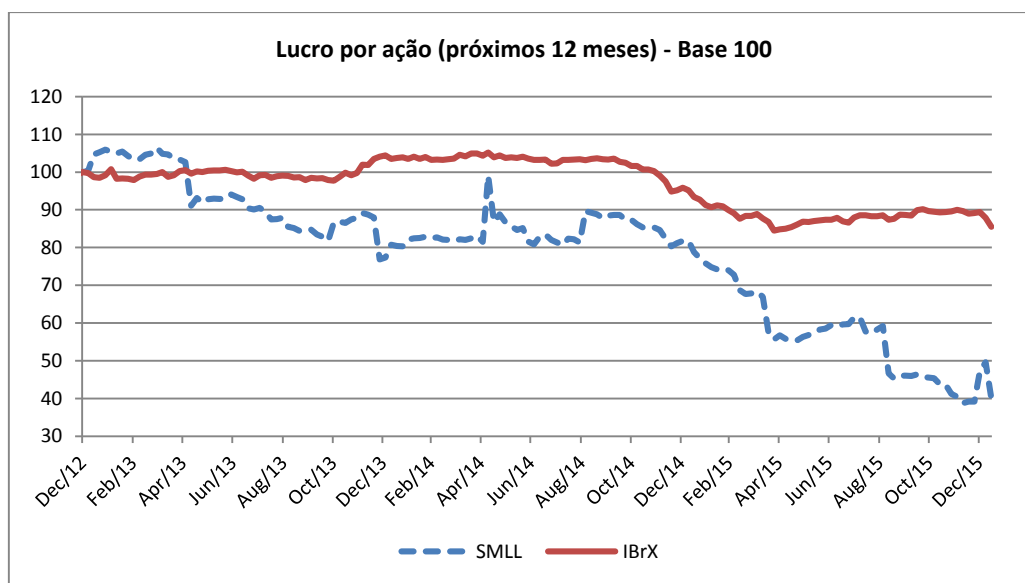
Quando olhamos para o quão mal os lucros das empresas brasileiras se comportaram nesse período, verificamos que, desde 2011, os lucros de um a três anos à frente têm sido revisados para baixo em magnitude crescente a cada ano. Difícil dizer se revisões ainda maiores do que as que ocorreram ano passado ainda estão por vir.

Enquanto nossos dois fundos superaram os *benchmarks* de ações em qualquer janela da análise, com o início do *bear market* em 2012, nossos ganhos anuais relativos e (principalmente) absolutos decresceram consideravelmente. Os retornos positivos combinados de *hedging*, *short selling* e da posição (superior) de caixa recompensaram o Master LB durante esses tempos difíceis, mesmo com este mantendo um tamanho menor em nossas posições vencedoras do que o Master LO nos melhores momentos do mercado, fazendo com que os dois portfólios apresentassem desempenho bastante similar em toda a janela de análise. Infelizmente, com o aumento do custo de capital no Brasil, nossos fundos não foram capazes de superar as alternativas de renda fixa pelo terceiro ano consecutivo. Suas performances acumuladas ainda são maiores que as das taxas de juros de longo prazo. No entanto, nossos fundos estiveram longe de passar imunes por uma crise que afetou de tal maneira os negócios das empresas brasileiras e essa vantagem vem se erodindo rapidamente.

Como deveria agir um investidor do mercado de ações? Como nós temos lidado com esse cenário adverso? Basicamente não alterando nossa filosofia de investimento, tentando ser ainda mais fiel à mesma. Lutar para evitar os perigos e *value traps*, separar o joio (movimentos de mercado baseados em eventos circunstanciais) do trigo (fontes recorrentes e estruturais de valor), além de buscar resiliência e valor absoluto, têm sido nossas prioridades em um período tão instável. Durante todos esses anos mantivemos níveis mais altos de caixa, encontrando um número insuficiente de ideias de investimento que prometessem resiliência, ao mesmo tempo em que lutamos para evitar aquelas com maior probabilidade de deterioração substancial de valor e de seus múltiplos de lucro. Embarcaríamos em histórias mais ligadas ao ciclo econômico quando encontrássemos uma combinação suficientemente atraente de valor e desenvolvimentos específicos de uma companhia, os quais compensassem os riscos extraordinários sensíveis à economia. Como veremos mais adiante, tais princípios são mais fáceis de se falar do que fazer, e erros foram cometidos.

A despeito de termos mantido a mentalidade correta, algumas coisas saíram pior que o esperado. Embora estivéssemos atentos ao tema da iliquidez desde o começo de nossas operações e tenhamos mantido uma posição combinada em *small caps* inferior a 13% dos ativos sob gestão, a performance de nossa seleção de ações nesse segmento acabou sendo muito ruim.

O que esteve por trás de um desempenho tão ruim, mesmo tendo mantido uma mentalidade de uma certa aversão a risco? Primeiro e mais importante, falhamos em antecipar a intensidade e duração da crise e, como consequência, a magnitude do potencial de destruição do valor aparente, que havia nos deixado otimistas com essas companhias. Métricas objetivas de avaliação de empresas, tais como descontos para valor de liquidação e patrimônio líquido, e múltiplos de lucro baixos perderam sua utilidade com a contínua baixa de ativos dos seus balanços patrimoniais e a piora de suas operações. Embora houvesse alguma diversificação setorial em nossas posições ilíquidas, elas estavam altamente relacionadas ao castelo de cartas que se mostrou ser a força do boom de consumo no Brasil. A única maneira de não ser atingido pela destruição de valor dessas companhias era não estar investido nas mesmas.



Fonte: Bloomberg

Podemos ver no gráfico acima que o lucro por ação do Índice Small Cap caiu mais de 50% em menos de três anos, enquanto o do IBrX, com peso maior em empresas do setor financeiro e *large cap* de outros setores, se segurou melhor. Não causa surpresa que a combinação de pico de *valuations* e fortes revisões para baixo de lucro por ação tenha resultado em uma performance extremamente negativa das ações de *small cap*. Analisando com mais detalhe o Índice Small Cap, notamos que, de uma amostra de 124

---

ações, somente 28 se mantiveram em território positivo desde 2013 (aproximadamente 22% das empresas que compuseram o índice). Nesse período, apenas 21 ações conseguiram superar o retorno livre de risco. Dessas 21 empresas, apenas 13 ainda permanecem no Índice Small Cap. Mais impressionante é o fato de que mais da metade das ações sofreram queda superior a 45%, sendo que 25 ações perderam mais de 80% de seu valor no período. Um resumo desse quadro se encontra acima, na segunda tabela desta carta.

Neste ponto, podemos afirmar que já revisamos profundamente cada ideia de investimento nesse segmento e acreditamos que tomamos algumas medidas mais sensíveis a fim de lidar melhor com cada uma delas. Ganhamos, portanto, um nível de confiança maior em seu potencial daqui para frente. Reduzimos bastante ou saímos das posições mais arriscadas, mais relacionadas ao ciclo econômico e/ou aquelas cuja habilidade da gestão para navegar em mares agitados nos desapontou. É razoável esperar que, no próximo inevitável ciclo de alta, as companhias que mantemos em nossos portfólios estejam mais bem posicionadas em seus mercados e em melhor forma que seus competidores. Último mas não menos importante, *valuations* na maioria dos casos encontram-se baixos o suficiente para compensar o risco extra de um cenário ainda bastante desafiador.

Vale mencionar que o lado positivo do filme de horror que assistimos no mercado brasileiro nos anos recentes é que as oportunidades de investimento estão se tornando maiores. Estamos finalmente enxergando um bom valor em alguns setores/companhias, o que tem nos levado a aumentar cautelosamente nossas posições *long*.

Após quase oito anos de operação podemos dizer que as estratégias Long-Biased e Long-Only funcionaram como esperado por nós, quando decidimos criar a Squadra. Os seus fundos master apresentaram performances absolutas similares entre si. Eles superaram tanto o IBrX quanto o Ibovespa por uma boa margem, de acordo com o que desejamos para um período onde ambos os índices perderam valor, sendo que no caso do Ibovespa tal perda chegou próxima a 30%.

Por fim, quando olhamos para as cotas líquidas de taxas de administração e performance (somente para o Squadra LB) dos dois fundos no encerramento do ano passado, notamos que foi o Squadra LO que apresentou uma performance superior ao Squadra LB, o inverso do movimento de seus fundos master. Obviamente é a diferença de estrutura de taxas entre eles que explica a discrepância de desempenho. O Squadra LB possui taxas de administração (2%) e de performance (20%, sobre índice de renda fixa), enquanto o Squadra LO apenas a primeira (3%). Como o Squadra LB superou o seu *benchmark* mesmo depois do pagamento da taxa de administração, houve cobrança de performance que foi maior do que 1% do patrimônio do fundo. Com isso a combinação da taxa de administração e de performance que os cotistas do Squadra LB pagaram foi maior do que os 3% de taxa de administração que os investidores do Squadra LO pagaram. A título de curiosidade, fizemos o cálculo de como teria sido o desempenho do Squadra LO caso sua estrutura de taxas fosse 2% de taxa de administração com 20% de taxa de performance sobre o Ibovespa. A cota do Squadra LO seria R\$ 237, aproximadamente, em vez dos R\$ 276 do final de 2015. Os cotistas originais do Squadra LO tinham algo como 16% a mais aplicado no fundo em 31 de dezembro último, do que teriam se pagassem taxa de performance. Continuamos a trabalhar para que 3% de taxa de administração seja melhor para os senhores do que os usuais 2% com 20%.

---

### **Equatorial Energia**

---

Como escrevemos no início desta carta, somos os maiores acionistas de Equatorial Energia, desde maio de 2015. Durante o primeiro semestre do ano anterior, o até então maior acionista e antigo controlador resolveu pulverizar suas ações em bolsa de valores. A alienação da totalidade de suas ações se deu por meio de dois leilões bem sucedidos, onde a demanda pelos papéis da empresa acabou superando a oferta, sem que um desconto relevante para o preço de mercado tivesse que ser dado pelo vendedor. O primeiro leilão ocorreu em fevereiro e o segundo em maio. Não compramos nenhuma ação da companhia em qualquer



desses leilões. Portanto, tornamo-nos os maiores acionistas de Equatorial Energia naquele momento, como consequência da venda da participação de quem possuía mais ações do que nós. Importante chamar atenção para o fato de que o número de ações de Equatorial Energia negociadas diariamente na Bovespa subiu 76%, quando se compara janeiro de 2016 com o mesmo mês do ano anterior.

Em nossa carta aos investidores publicada em abril de 2014, deixamos clara nossa admiração pela gestão da Equatorial Energia, ressaltando o grande trabalho realizado nos *turn around* de Cemar e Celpa, desta ainda por ser completado. Mencionamos também a oportunidade de consolidação que o setor de distribuição de energia elétrica do Brasil apresenta, com nossa visão de que poucos players possuem tanta vantagem competitiva para participar desse processo com sucesso quanto a Equatorial Energia.

Desde o primeiro leilão acima citado, passamos a nos preocupar com a composição do conselho de administração da empresa que seria eleito em assembleia de acionistas no final de abril último. A saída do maior acionista geraria uma mudança importante no órgão máximo da companhia dado que alguns de seus membros não mais permaneceriam. Entendemos portanto que seria o momento de participar diretamente do conselho de administração da companhia e elegemos um de nossos sócios como um dos seus sete conselheiros. Este se juntou a quatro conselheiros que permaneceram na administração da empresa. Entre eles está o conselheiro que já havíamos indicado na Assembleia Geral Ordinária de abril de 2012, uma pessoa não ligada à Squadra, como descrito em nossa Carta aos Investidores de 30 de abril de 2014. Outros dois novos conselheiros ingressaram no Conselho.

Acreditamos que a nova composição do Conselho foi capaz de evitar qualquer ruptura na estratégia de criação de valor da companhia e principalmente em seu ativo mais valioso que é a cultura de dono, possível de ser percebida em todos os colaboradores com os quais temos contato. Entre as primeiras contribuições do “novo” Conselho, cabe destacar algumas mudanças na estrutura de gestão da Holding. A principal delas foi a nomeação de Augusto Miranda para o cargo de CEO da Holding. Augusto continuará como CEO da Cemar, distribuidora de energia elétrica do Estado do Maranhão, controlada pela Equatorial Energia. Firmino Sampaio, conselheiro de administração da Equatorial e antecessor de Augusto como presidente da Holding, permanece no dia a dia da companhia agora na função de presidente executivo do conselho, trabalhando em conjunto com Augusto.

## Miscelânea

---

Em nossa Carta aos Investidores de 15 de agosto de 2013, mencionamos nosso investimento no Grupo Imaginarium, uma varejista não listada em bolsa, realizado em veículo dedicado exclusivamente a ele. Ano passado, adquirimos a fatia minoritária que os fundadores da empresa mantinham e atingimos 100% de participação. Entretanto, a alteração que merece destaque é aquela que ocorreu na gestão da companhia e não em sua estrutura societária. Em abril do ano passado, Newton Ribeiro assumiu como CEO em substituição a Carlos Zilli que passou a ser membro do conselho de administração, após dez anos no comando da empresa. Outros dois novos diretores, de um total de seis, foram eleitos pelo conselho no primeiro semestre de 2015, um promovido dos quadros internos da empresa além de um sócio da Squadra que já estava integralmente dedicado a este investimento, desde seu início. Esses três novos diretores, em conjunto com os três que permaneceram, têm liderado um trabalho que além de muito promissor, já mostrou resultados positivos em menos de um ano.

Apesar de toda a dificuldade pela qual o varejo brasileiro vem atravessando, ainda mais quando se fala de produtos discricionários como no caso da Imaginarium, a companhia conseguiu encerrar 2015 crescendo receita, com mais lojas do que começou o ano e com forte crescimento em seu segmento de multimarcas. Louvável também foi esforço da administração em ganhar eficiência, reduzindo despesas e controlando estoques em um ambiente inflacionário. A forte desvalorização cambial que nossa moeda

sofreu nos últimos dois anos impactou sobremaneira o valor da grande maioria dos produtos da empresa, que é importada, e conseqüentemente a margem bruta da empresa. A queda na margem bruta acabou anulando, temporariamente, os efeitos positivos do trabalho da gestão da companhia. Trabalho este baseado no estabelecimento, monitoramento e entrega de metas agressivas, com avaliação de desempenho e remuneração variável para todos os níveis da empresa.

Os desafios para uma companhia do segmento e do tamanho da Imaginarium são grandes e estão ainda maiores nos dias turbulentos por que passa o Brasil. No entanto, acreditamos que a empresa é uma daquelas que se enquadra no clichê de que sairá mais forte da crise do que entrou. A combinação de uma marca forte com boa gestão costuma significar bons resultados para as empresas. Esperamos que na Imaginarium não seja diferente.

Finalmente, em 2016 o Grupo Imaginarium completa 25 anos. Não poderíamos deixar de felicitar em primeiro lugar a família Rosa, fundadora da companhia e que esteve presente em sua gestão até o início do ano passado com suas ideias inovadoras, dedicação e paixão pela Imaginarium. Importante lembrar também de Carlos Zilli que, como CEO da companhia, foi um dos principais responsáveis por sua profissionalização e pela evolução de seu modelo de negócios. A todos os colaboradores que passaram, permaneceram ou juntaram-se a nós neste novo momento da empresa, nossos parabéns e agradecimento pela contribuição. Todos os diretores são nossos sócios na Imaginarium e temos certeza que outros colaboradores se tornarão no futuro. Trabalhar entre sócios é o que fazemos na Squadra e pretendemos manter nas companhias que viermos a investir. Franqueados e seu pessoal de loja são em última instância o rosto da Imaginarium junto a seus clientes e merecem ser lembrados igualmente por sua dedicação e amor à marca. Graças a todas essas pessoas, os melhores 25 anos do Grupo Imaginarium estão à nossa frente.

\* \* \* \* \*

Gostaríamos de agradecer aos senhores cotistas pela confiança de sempre e lembrar que estamos à disposição para maiores esclarecimentos em relação aos assuntos desta carta e quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra

---

Glossário:  
bear market: mercado com tendência de baixa  
bull market: mercado com tendência de alta  
bottom up: fundamentalista  
disclosure: divulgação  
emerging markets: mercados emergentes  
large cap: companhia com grande valor de mercado  
long: posição comprada  
outperformar: obter desempenho acima do referencial  
mainstream: corrente principal  
net exposure: exposição líquida  
rallies: incrementos abruptos de preço  
short: posição vendida  
short covering: cobertura de posição vendida  
small cap: companhia com pequeno valor de mercado  
management: gestão  
mindset: mentalidade  
pride of opinion: resistência a mudar de ideia  
spread: diferença entre o custo de captação e a taxa de juros cobrada dos tomadores de empréstimos  
turn around: reestruturação  
valuation: valoração  
value trap: armadilha de valor