

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2021

Prezados cotistas,

Visto de hoje, 2020 tem ares do ano que não acabou. Por um lado, isso é sempre verdade, pois nada muda de um 31 de dezembro para um 1º de janeiro para a maioria das coisas. Em nossa indústria, por exemplo, ainda que seja de praxe medir desempenho e até mesmo cobrar taxa de performance com base em intervalos anuais, preferimos encarar nosso negócio como uma maratona sem fim. Justamente pelo caráter contínuo de nossa atividade e do impacto poderoso dos juros compostos. No entanto, 2020, em um aspecto central, era o ano que todos nós gostaríamos de deixar para trás. Ficaria marcado como o ano da pandemia de COVID. Aquele que levou tantas vidas antes da hora, além de ter acarretado mudanças e restrições profundas no cotidiano de todos.

Todavia, o ano de 2020 parece ter invadido 2021. No mundo dos esportes, isso ficou nítido. As principais competições de futebol de 2020 no Brasil e na América do Sul só terminaram este ano. A UEFA EURO 2020 e os Jogos Olímpicos de Tóquio 2020 também ficaram para 2021. Evento mais marcante de 2020, a pandemia do coronavírus tornou-se a história do “está levando mais tempo do que imaginávamos”. Neste momento em especial, constatar que mais de 4 milhões de pessoas ao redor do mundo morreram por causa dessa terrível doença é algo que entristece e marcará a vida de todos que passamos por esse episódio. De fato, está durando mais tempo do que imaginávamos.

Esperamos que vocês e suas famílias estejam bem e com boa saúde ao receberem esta carta. Prestamos nossos sentimentos e condolências àqueles que sofreram perdas de familiares e amigos.

É seguro afirmar que o ano de 2020 foi aquele em que as cartas se embaralharam de forma mais significativa, em muito tempo, no “jogo” do investimento em ações. Um esforço maior do que o habitual foi demandado de nossa equipe de análise, a fim de reestruturar e revisar a lógica das posições de nossos fundos. Aprofundamento de tendências, interrupções forçadas, choques de oferta, redução abrupta de demanda para alguns negócios e expansão massiva para outros. O analista de empresas interessado teve material farto para se manter ocupado durante o ano passado.

A nova onda da pandemia, que ocorreu no primeiro semestre de 2021, trouxe alguns dos terríveis impactos de volta, notadamente o elevado número de mortes causadas pelo coronavírus. Entretanto, as consequências das restrições de circulação e mesmo dos *lockdowns* foram muito menores na economia e na variação de percepção de valor das companhias listadas em bolsa. Isso foi possível graças ao aprendizado que tanto o setor público quanto o privado adquiriram ao longo de 2020 e suas consequentes reações à nova onda. Não menos importante, o início da vacinação contra a COVID-19 em todo o mundo elevou o otimismo de que a doença pode, eventualmente, ser controlada. Resta saber, nesse cenário, quais serão os impactos permanentes causados pela pandemia nos modelos de negócio.

Nesta carta, buscamos comunicar sobre as principais variáveis que impactaram os investimentos da Squadra e percorrer aspectos que têm influenciado nossa atividade de gestão de recursos, com foco no ano de 2020 e no primeiro semestre de 2021.

Nossa Performance

Ano	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark estratégia Long-Biased
2008*	-20,3%	-29,6%	-38,0%	-37,0%	9,1%
2009	98,7%	157,8%	82,7%	72,8%	10,5%
2010	21,9%	30,7%	1,0%	2,6%	12,2%
2011	12,6%	-0,8%	-18,1%	-11,4%	12,9%
2012	10,1%	16,6%	7,4%	11,5%	12,1%
2013	8,2%	6,6%	-15,5%	-3,1%	10,5%
2014	2,6%	0,1%	-2,9%	-2,8%	12,9%
2015	-1,5%	-5,9%	-13,3%	-12,4%	17,2%
2016	29,4%	32,2%	38,9%	36,7%	14,0%
2017	16,0%	21,3%	26,9%	27,5%	9,0%
2018	39,4%	30,9%	15,0%	15,4%	9,1%
2019	35,5%	45,7%	31,6%	33,4%	9,6%
2020	12,2%	5,1%	2,9%	3,5%	7,9%
2021-1S	8,3%	7,9%	6,5%	8,8%	5,7%
Desde o início	800,5%	856,1%	109,4%	175,3%	324,4%
Anualizado	18,1%	18,6%	5,8%	8,0%	11,6%
Últimos 60 meses	185,4%	180,7%	146,1%	156,8%	56,8%
Anualizado	23,5%	23,1%	19,9%	20,9%	9,5%

* A partir de 31/mar/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

Em 2020, os fundos Squadra Long-Biased (LB) e Squadra Long-Only (LO) subiram 12,2% e 5,1%, respectivamente. Por sua vez, os dois principais índices de bolsa do Brasil, Ibovespa e IBrX, valorizaram-se 2,9% e 3,5%, nessa ordem, enquanto o benchmark do LB foi positivo em 7,9%. Quem olha apenas para a “foto” desses desempenhos fica distante de compreender a montanha-russa percorrida pelas ações das bolsas no Brasil e no mundo e, conseqüentemente, pelos nossos próprios fundos. No primeiro trimestre de 2020, nossos fundos caíram 26,2% (LB) e 33,9% (LO) para, em seguida, subirem 52% (LB) e 59% (LO) de abril a dezembro e mais do que recuperarem as perdas anteriores. Ou seja, apesar de termos vivenciado um período de baixa significativa, nossos fundos fecharam o ano com desempenho positivo e superando o Ibovespa.

No primeiro semestre de 2021, a bolsa brasileira seguiu sua trajetória de valorização. O Ibovespa subiu 6,5% enquanto o IBrX avançou 8,8%. Os fundos da Squadra tiveram desempenho em linha com o do mercado. O Squadra LB apresentou variação positiva de 8,3%, enquanto o LO subiu 7,9%.

No ano de 2020, e em menor escala no primeiro semestre de 2021, o LB apresentou performance superior ao LO, a despeito de ter tido uma menor exposição líquida (*net exposure*) em ações. Essa performance mais favorável do LB se deve essencialmente a uma contribuição importante do nosso portfólio *short*. Mais à frente nesta carta, destacamos uma seção para comentar sobre os investimentos que mais sobressaíram nesse resultado.

“The stock market is a giant distraction to the business of investing.”

John C. Bogle

Em nossa última carta, descrevemos o que achávamos ser, à época, a curva de distribuição de retorno esperado para o mercado de ações do Brasil. Não temos a pretensão de projetar a direção do “mercado”, entretanto, esse tipo de exercício nos serve de balizador em um processo sistemático de testar aquilo que não sabemos e, principalmente, pensar em probabilidades. Fugimos, assim, da tendência de nos ancorarmos em cenários, sejam eles macro ou de empresas específicas.

Nossa visão naquele momento era de que a curva de distribuição de retornos possuía um formato não usual, que definíamos como sendo de caudas gordas (*fat tails*) para ambos os lados. Queríamos enfatizar que havia uma probabilidade elevada tanto de perdas quanto de ganhos relevantes. O lado negativo do extremo dessa curva estaria associado ao desdobramento da pandemia e seus agudos efeitos na economia. No espectro oposto, os ganhos anormais estariam ligados ao impacto positivo que os juros baixos possuem na formação de preços dos ativos financeiros, podendo inclusive funcionar como combustível para o surgimento de bolhas.

Como é normal ocorrer em projeções *top-down*, nossa visão sobre a distribuição de retornos se alterou, passado o último ano. Felizmente, a grande mudança se deu na cauda negativa da curva. Embora tenhamos vivido outras ondas da COVID-19 em nosso país e em grande parte do mundo, o início e posterior avanço das campanhas de vacinação contra a doença impediu o retorno ao pesadelo econômico vigente nos idos de março, abril e maio de 2020. Durante esses meses, o mundo passava por uma depressão econômica, desorganizações setoriais completas, questionamentos sobre a validade de contratos, além de temor de falência em massa de empresas e Estados, incluindo o brasileiro. A imensa maioria dos mercados, de ativos financeiros ou não, já se recuperou e até mesmo superou as perdas ocorridas durante os meses mais agudos da crise causada pelo coronavírus. A tal ponto que já não é rara a visão de que há formação de bolhas em alguns desses mercados ou segmentos.

“Great bubbles happen around great stories.”

No universo de investimento que mais nos interessa, enxergamos sinais de excesso em determinados nichos de mercado, geralmente naqueles cercados por temas “*hot*” a nível global, tais como energias renováveis e tecnologia, notadamente em companhias que abriram seu capital de 2020 para cá. Empresas que passaram por uma conjuntura de mercado excepcional recentemente, mas que são pequenas e relativamente novas em suas linhas de atuação, foram listadas a *valuations* de “gente grande”. Não à toa, passadas algumas poucas divulgações de resultados, grande parte negocia a preços consideravelmente abaixo de suas respectivas ofertas iniciais, à medida que a euforia inicial é substituída pela realidade dos números reportados.

Tem havido um esforço intenso em atrelar às *techs* nacionais conceitos poderosos das grandes plataformas intensivas em tecnologia, tais como efeitos de rede, base de usuários perene e engajada, mercados endereçáveis gigantes e múltiplos de LTV/CAC¹ elevados. Entretanto, construir vantagens competitivas dessa categoria e modelos de negócio altamente rentáveis não é algo corriqueiro. Combinar preços exagerados com expectativas inatingíveis e percepções demasiadamente favoráveis sobre a qualidade de negócios é uma receita conhecida para se obter, no melhor dos casos, retornos sofríveis ao longo do tempo.

¹ *Lifetime value* (LTV) over *customer acquisition cost* (CAC) – métrica utilizada para calcular o retorno sobre o dispêndio financeiro para aquisição de novos clientes.

Retornando à distribuição de cenários, mudamos (ou evoluímos) nossa visão a respeito da curva de retornos do mercado acionário brasileiro. Hoje ela parece ter uma configuração mais “normalizada”. Isso se dá principalmente pela desconstrução da cauda gorda do lado negativo, por uma percepção de que o pior da pandemia já teria passado, e pelo fato da curva do lado positivo estar mais suave, essencialmente pela valorização da classe de ativo ações ao redor do mundo e pelas indicações de elevações das taxas de juros. Vale lembrar, no entanto, que o maior risco para qualquer portfólio de investimentos será sempre um *unseen tail event* e que não há melhor proteção para tal do que pagar preços baixos.

Possivelmente, um observador mais atento justifique o receio de se investir no Brasil a dois riscos principais: (1) ameaça de inflação alta nas economias desenvolvidas, mais especificamente nos EUA, e (2) eleição presidencial brasileira em 2022.

Consideramos que não temos a capacidade de fazer uma análise competente sobre os destinos dos *CPIs*² da economia americana. Aliás, somos bastante céticos sobre a eficácia desse tipo de análise dada sua elevada margem de erro. A atividade de projetar tendências macroeconômicas é ingrata, pois experimentos aparentemente iguais podem gerar resultados diferentes, dificultando a formação de convicções sobre o tema. Mesmo que eventualmente nos deparemos com cenários internacionais menos construtivos, acreditamos ser possível obter sucesso como investidores de ações brasileiras, desde que o Brasil continue seguindo uma estratégia econômica minimamente sensata.

Com relação ao tópico (2), vamos nos arriscar em um breve comentário, embora saibamos que também possui um elevado grau de imprevisibilidade. Em função disso, é recomendável que nosso leitor o encare mais como um *brainstorming*, do que como uma projeção a partir da qual se possa tomar decisões relevantes de investimento. Feito o *disclaimer*, a impressão atual é que a eleição de 2022 poderá ser uma das mais calmas que o país já observou nas últimas décadas, do ponto de vista de volatilidade de mercados. Temos a sensação de que o candidato que desejar vencer a próxima eleição presidencial terá que adotar um discurso moderado para a economia (sem desprezar a chance de bravatas populistas em discursos mais emocionados). Entre outros motivos, a necessidade de atrair eleitores de centro deveria servir como grande incentivo nessa direção. Poderemos, assim, experimentar uma sensação de que o pós-eleição será uma espécie de “*more of the same*”. E, portanto, menos volatilidade que a habitual de períodos de eleição presidencial no Brasil. Ainda corremos o *upside risk* do surgimento de uma terceira via “de centro”.

“Não há Trump-nomics como houve Reagan-omics, nem Jair Bolsonaro tem ideias econômicas de qualquer tipo. Os neopopulistas são pragmáticos. Há casos de populistas de esquerda praticando austeridade e políticas de livre-mercado, como de populistas de direita refratários à privatização, à abertura e à disciplina fiscal.”

Gustavo Franco. *Lições Amargas: Uma História Provisória da Atualidade*

O mais relevante é a sensação de que nossa “elite política” aprendeu qual é o limite da irresponsabilidade econômica, a partir da qual alguma racionalidade prevalece. O Brasil “abandonou as drogas pesadas”. Isso garante a sobrevivência de nossa economia, porém geralmente se traduzindo em desempenho econômico medíocre. Ao mesmo tempo, tem nos permitido ficar de fora do grupo das grandes tragédias latino-americanas.

² *Consumer Price Index*.

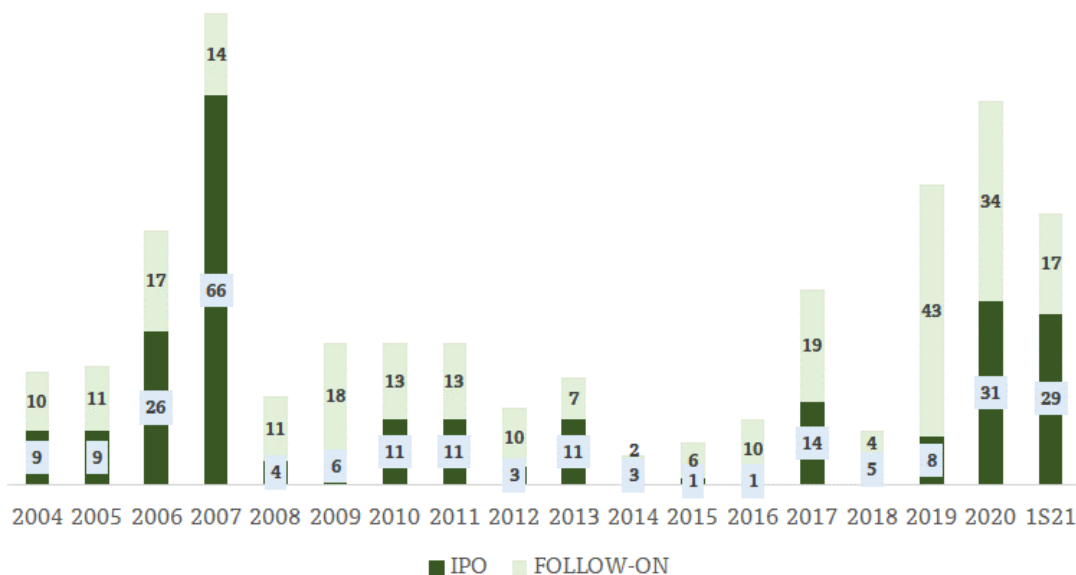
“O Brasil sofreu, mas o Brasil aprendeu (...) foi com aprendizado, erro a erro. O Brasil aprendeu por tentativa e erro. Nós tentamos congelar preços e não funcionou. Sequestramos a poupança e não funcionou. Aí botamos o juro na lua. Aí funcionou. Aí a gente falou “tá ótimo”. Não, não está ótimo. Você trocou financiamento inflacionário por endividamento em bola de neve. Aí logo ali na frente estourou o câmbio, aí você aprendeu a flutuar... aí logo ali na frente o FMI falou “poxa, perai, vocês vão ficar com esse juro lá em cima? Vai estourar tudo no fiscal.” Aí nós fizemos a lei de responsabilidade fiscal. Então é um aprendizado. Qual é o lado ruim disso? Leva tempo. Qual é o lado bom disso? É irreversível, há um aprendizado...”

Paulo Guedes. *BTG Pactual CEO Conference Brasil 2021*

Ao longo do ano passado, 28 empresas brasileiras foram listadas na B3, enquanto outras 3 fizeram seu IPO na Nasdaq. Essas 31 companhias fizeram de 2020 o segundo maior ano em número de estreias, de 2004 até hoje, quando as emissões de ações voltaram a ser utilizadas como fonte de captação de recursos pelos empresários de nosso país. Apenas em 2007 esse número foi superior, quando 66 companhias realizaram suas ofertas iniciais de ações.

O primeiro semestre de 2021 trouxe 28 novas empresas brasileiras para a B3, além de 1 que foi listada na Nasdaq. Outras 17 companhias do Brasil fizeram *Follow-on* nos seis meses iniciais do ano, levando o total de ofertas públicas de ações (OPAs) para 46 nesse período. Como podemos ver no gráfico a seguir, o ano de 2007 presenciou 80 ofertas públicas de ações entre IPOs e *Follow-ons*. Não será surpresa, portanto, se 2021 quebrar o recorde de OPAs e/ou IPOs.

Número de Ofertas de Empresas Brasileiras



Fontes: B3 e Bloomberg

Entre as companhias brasileiras que estream em bolsa de valores no período de 18 meses encerrados em 30 de junho último, 14 possuem negócios intensivos em tecnologia. Ao menos outras 5 estavam preparando seus IPOs, no encerramento do primeiro semestre de 2021. Expande-se, dessa forma, uma fronteira que até então não estava amplamente disponível para quem investe em ações com foco no Brasil.

Em sua imensa maioria, tais empresas que apresentam essa pegada *tech* possuem, ou ao menos prometem, uma expansão futura de receita muito superior à média daquelas da velha economia. Não à toa, tornou-se ainda mais frequente em nosso país também a separação de dois grupos aparentemente distintos de filosofia de investimento: *value vs growth* ou valor vs crescimento. Tal diferenciação, entretanto, não é nova.

O investidor e autor Philip Arthur Fisher é considerado um dos pais do *growth investing*. Ele fundou sua própria gestora de investimento em ações, a Fisher & Co, em 1931. Nessa época, eram abundantes as oportunidades de investimento nas chamadas “*cigar butts*”. Contudo, Phil Fisher dizia que uma companhia que estivesse negociando com 50% de desconto para seu valor de liquidação poderia oferecer um ganho limitado a 100%. Por sua vez, empresas capazes de apresentar alto crescimento de receita e lucro durante o longo prazo poderiam ter seu valor de mercado multiplicado por inúmeras vezes. Em seu primeiro livro, “*Common Stocks and Uncommon Profits*”, publicado em 1958, Phil Fisher deixou clara tal preferência. Segundo ele, tais alvos não seriam facilmente identificados através da utilização de fórmulas matemáticas. As companhias precisariam oferecer produtos ou serviços de qualidade e com alto potencial de crescimento, possuir vantagens competitivas em relação a seus competidores existentes e novos entrantes, além de uma administração capaz de implementar a estratégia de crescimento. Apesar de reconhecer que empresas grandes e sólidas financeiramente, como IBM, Dow Chemical e DuPont fossem capazes de apresentar altos crescimentos de receita e lucros por muitos e muitos anos, as “*small and frequently young companies...[with] products that might bring a sensational future*” eram as que mais lhe chamavam a atenção.

Quando se trata de companhias de tecnologia em crescimento acelerado é comum nos depararmos com elevado consumo de caixa, margens operacionais baixas e prejuízos na última linha do resultado. Como consequência, métricas mais tradicionais de simplificação de fluxo de caixa descontado, como *price to earnings*, *price to free cash flow* e até mesmo o *enterprise value (EV) to EBITDA*³, perderam espaço na hora de se avaliar essas empresas. Em seus lugares, surgiram os múltiplos de receita e até de mesmo de volume transacionado, como *EV to Revenues* e *EV to GMV (gross merchandise volume)*.

O principal problema das novas métricas de *valuation* reside no fato de que nem todo volume transacionado é convertido em caixa na mesma proporção. Quanto mais distante a avaliação de um ativo está de seu fluxo de caixa descontado, mais etérea e especulativa ela se torna. Porém, dado que a DRE dessas empresas, muitas ainda em seus primeiros anos de vida, aponta para seguidos prejuízos e intensa queima de caixa, como avaliá-las sem perder de perspectiva que elas podem se tornar muito maiores e rentáveis no futuro?

Esse tema vem sendo estudado nos mercados desenvolvidos há muito tempo. A abordagem mais comum para a questão acima passa por classificar os investimentos das companhias em dois grupos distintos: tangíveis e intangíveis. Os primeiros são os ativos físicos presentes nos balanços das empresas, como estoque, veículos, equipamentos e edificações. Aqueles do segundo tipo são todos os que não possuem substância física, mas também são de grande relevância para o crescimento das companhias e envolvem marca, pesquisa e desenvolvimento, capital humano, *softwares*, relacionamento com clientes, entre outros. O vencedor do Prêmio Nobel de Economia, Paul Romer, em artigos de 1986 e 1990⁴, já havia identificado os efeitos poderosos dos investimentos intangíveis para o desenvolvimento das organizações. Desde então, acadêmicos têm buscado identificar e medir os investimentos intangíveis das empresas, os quais costumam estar misturados às despesas operacionais, contribuindo, portanto, para prejuízos ou redução dos lucros contábeis por anos a fio.

³ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

⁴ ROMER, P. *Increasing Returns and Long-Run Growth*. The Journal of Political Economy, out. 1986. ROMER, P. *Endogenous Technological Change*. The Journal of Political Economy, out. 1990

A contabilidade tradicional consegue nos dar uma boa referência do valor dos investimentos tangíveis, possibilitando estimar os retornos sobre capital investido, por exemplo, das empresas da velha economia. No entanto, para as companhias de tecnologia, esse trabalho é bem mais árduo, pois, como dissemos anteriormente, o grosso dos investimentos de suas atividades são intangíveis e transitam em suas DREs misturados às despesas operacionais. De acordo com as regras contábeis atuais, apenas os investimentos em propaganda e P&D (pesquisa e desenvolvimento) são destacados nas demonstrações financeiras, ainda que com elevada subjetividade para empresas e auditores decidirem como alocar entre investimento e despesa. Gastos com relacionamento com clientes, como no caso dos *cashbacks*, ou em capital humano, através da contratação de cientistas de dados, que desenvolvem funcionalidades que permitirão o crescimento de uma companhia no futuro, são registrados nas contas de despesas operacionais (SG&A⁵) sem maiores detalhes. Dessa forma, a adequada medição e consequente separação entre gastos associados ao crescimento e despesas necessárias para manutenção do negócio ficam muito prejudicadas.

Nos EUA, estima-se que os investimentos em intangíveis situaram-se ao redor de US\$ 1,8 trilhão, em 2019, já excluindo-se os US\$ 400 bilhões investidos em P&D, comparados a US\$ 700 bilhões em ativos tangíveis⁶. Nem sempre foi assim. Na década de 70, os dispêndios em ativos tangíveis eram o dobro daqueles em intangíveis. Analisando de uma outra forma a relevância dos gastos com intangíveis, atualmente, estima-se que aproximadamente dois terços das despesas operacionais das companhias americanas de forma agregada estejam relacionados a investimentos direcionados ao seu crescimento. Aquilo que pode ser chamado de “SG&A de manutenção” seria de algo como 20%, com o restante das despesas operacionais sendo preenchido por P&D e marketing. Esses números se comparam com 65% do SG&A sendo direcionado para manutenção dos negócios na década de 70 e apenas 25% dedicados a ativos intangíveis para expansão de receita.⁷

Em nossa abordagem de investimento, não fazemos uso de múltiplos simplificados baseados em receita. Para cada companhia de crescimento acelerado que analisamos, dependemos boa parte de nosso tempo tentando identificar o montante de investimentos intangíveis que estejam passando pela DRE, buscando concluir sobre o seu verdadeiro *earnings power*. A tarefa é árdua. O cômputo agregado, presente em abundância na literatura acadêmica, é mais simples de ser estimado. O cálculo individualizado por organização, porém, é complexo. O detalhamento contábil é raso, até mesmo para que as empresas possam se proteger da divulgação de informações preciosas a seus concorrentes. Na Squadra, a fim de qualificar e quantificar os investimentos intangíveis realizados pelas companhias que estudamos, aliamos a dedicação interna de nossas equipes de análise de empresas e de dados ao uso de consultorias externas e aplicativos de terceiros. Apesar de tais esforços, não nos iludimos: fazer projeções sobre o futuro dos negócios de uma empresa será sempre um jogo que se ganha estando aproximadamente correto, de forma independente de sua taxa de crescimento.

Em nosso entendimento, a classificação entre *value* ou *growth investing* serve apenas para diferenciar o ritmo de crescimento entre as companhias. Como disse Charlie Munger na última assembleia de acionistas do Daily Journal, “*value investing (...) is always wanting to get more value than you pay for when you buy a stock (...) I think all good investing is value investing*”. Diferença entre preço e valor pode ser encontrada em empresas que crescem muito, pouco, nada ou até mesmo decrescem.

Ao olharmos para os nossos portfólios, o investimento em Mercado Livre tem sido o exemplo clássico desse *approach*. Quando conseguimos ter uma visão mais clara da magnitude dos gastos relacionados ao crescimento da empresa, pudemos aumentar significativamente nossa posição nos fundos. Hoje, ao calcularmos o múltiplo de preço sobre lucro do Mercado Livre, ajustado para seus investimentos intangíveis, ainda encontramos um resultado atrativo

⁵ *Selling, General & Administrative Expense*

⁶ Podcast *Invest Like The Best: Michael Mauboussin - Great Migration Public to Private Equity*. 1 set. 2020

⁷ ENACHE, L.; SRIVASTAVA, A. *Should Intangible Investments Be Reported Separately or Commingled with Operating Expenses? New Evidence*. Management Science, Forthcoming, Tuck School of Business Working Paper No. 2715722, jan. 2017

MAUBOUSSIN, M. J.; CALLAHAN, D. *One Job, Expectations and the Role of Intangible Investments*. Consilient Observer, Morgan Stanley Counterpoint Global Insights, set. 2020

dada a qualidade, dominância e crescimento prospectivo da companhia. Em consequência, mesmo após significativa valorização do preço de suas ações, mantemos investimento na companhia em nossos fundos.

“Public markets are an essential element of well-functioning capital markets. Public markets can potentially lower firms' cost of capital, enable the general public as well as entrepreneurs to hold diversified portfolios, allow for liquidity at relatively low costs, and facilitate effective monitoring of firms. By implication, it is essential that private, typically young firms move from the private to public market by offering their shares to the public.”⁸

Conforme comentamos anteriormente, o Brasil vive nos últimos 18 meses um dos momentos mais aquecidos da história de seu mercado de capitais, no que tange às ofertas públicas de ações. Para quem é poupador líquido e investidor de ações, isso é uma grande notícia, pois, quanto maior o número de empresas listadas em bolsa de valores, mais abundantes são as opções de alocação de capital a longo prazo. Entretanto, a ocasião da listagem de uma companhia em bolsa costuma não ser o melhor momento para se investir na mesma.

Geralmente, processos de IPO não levam mais de um mês e envolvem empresas, e até mesmo setores, previamente desconhecidos pelos habituais investidores de *public equities*. O comprador está adquirindo ações do dono do negócio, seja indiretamente, em uma oferta primária, ou diretamente no caso de uma secundária. Por definição, o dono conhece muito mais a companhia do que qualquer comprador, por mais educado que se possa estar. Como se não bastasse, os vendedores contratam os bancos de investimentos e oferecem-lhes suculentos incentivos para promover a oferta da melhor maneira possível (adivinhem para quem?). Ou seja, há uma assimetria muito grande de informações e incentivos entre compradores e vendedores no momento de um IPO.

Sobre o nível de conhecimento dos negócios, um aspecto que tem nos demandado especial atenção recentemente é a caracterização da base de usuários para empresas de negócios digitais. Números expressivos são apresentados, sem que necessariamente tais clientes estejam sequer ativos. Em alguns casos, nos indagamos até se tais usuários “pertencem” de fato à determinada plataforma ou se a utilizam simplesmente como canal para acessar determinados serviços ou benefícios, estando sujeitos, portanto, à alta probabilidade de fuga quando diante de melhores oportunidades financeiras.

Além da vantagem do vendedor sobre o comprador em relação ao conhecimento do ativo, há também a questão do momento de mercado. Warren Buffett disse certa vez que *“an IPO situation more closely approximates a negotiated deal. (...) the seller decides when to come to market, in most cases. And they don't pick a time necessarily that's good for you. (...) Sometimes there will be IPOs in terrible markets, and they may come very cheap. But by and large, that is not when IPOs come. They come when the seller thinks that the market is ready for them”*. No mercado acionário, os vendedores negociam uma pequena fração de uma empresa ou até mesmo de seus portfólios e essa situação, às vezes, gera oportunidades para encontrar barganhas. Já em um IPO, isso é mais raro, pois, assim como em um *“negotiated deal”*, o vendedor está alienando ou se diluindo em uma parcela relevante do capital de sua companhia e tende a estar muito mais informado sobre os aspectos necessários para seguir em frente com tal venda.

No contexto atual, como agravante da realidade exposta no parágrafo acima, temos visto algumas companhias pularem estágios de captação tipicamente de *venture capital* para acessar diretamente o mercado de capitais, trazendo à tona questionamentos sobre uma possível seleção adversa para o investidor em bolsa. Enquanto determinadas

⁸ LOWRY, M.; MICHAELY, R.; VOLKOVA, E. *Initial Public Offerings: A synthesis of the literature and directions for future research*. Forthcoming Foundations and Trends in Finance, mar. 2017

empresas de inegável sucesso têm optado por seguirem a trilha do *private equity* por mais tempo e com captações vultosas, que as colocariam no topo da lista dos IPOs mais líquidos, outras companhias menores decidem por ofertas públicas de tamanho reduzido, típicas do mercado privado.

Nos 18 meses encerrados em 30 de junho de 2021, houve 60 IPOs de companhias brasileiras. Nesse período, a Squadra participou de 4 dessas ofertas (todas seguem como posições de nossos fundos), atuando como âncoras informais em 3 delas. Nessas ofertas, nosso time de análise conseguiu ter tempo adequado para estudar as respectivas companhias. No entanto, encaramos tais oportunidades como exceções, dado tudo que dissemos acima sobre o processo típico de um IPO. No momento em que escrevemos esta carta aos senhores, analisamos um pequeno número de ofertas públicas iniciais, procurando manter a disciplina de nossa filosofia de análise e investimento.

Portfólio Short

Conforme mencionado anteriormente, nosso portfólio *short* teve uma contribuição fundamental para a performance superior da estratégia Long-Biased em relação à Long-Only tanto no ano de 2020 quanto no primeiro semestre de 2021. Nesta seção, reservamos algumas páginas para tratar de nossos investimentos *short* mais relevantes no período: o ressegurador IRB e o grupo de educação Cogna, bem como sua controlada Vasta. Como frequentemente enfatizamos, nós construímos a Squadra, pensamos nossa estrutura, dedicamos tempo e esforços para que o portfólio *short* seja um diferencial de nossa gestão e uma fonte de valor para nossos clientes.

No início de fevereiro do ano passado, enviamos uma carta aos senhores nas quais expusemos nossa tese de investimento nas ações do IRB-Brasil Resseguros S.A, então a principal posição *short* do fundo Squadra Long-Biased. Já em nossa carta aos cotistas de agosto de 2020, dada a importância desse investimento para nossos fundos, recapitulamos os eventos que tinham transcorrido desde a nossa comunicação precedente. Havia sido um período bastante movimentado, marcado por acontecimentos que incluíram a troca da administração da resseguradora e a republicação de demonstrações financeiras após a descoberta de “irregularidades que culminaram na modificação intencional e sistêmica de dados operacionais da Companhia”⁹ durante a gestão anterior.

Embora aquela sequência de fatos tivesse contribuído para certa mudança na percepção de participantes do mercado sobre o nível de rentabilidade normalizada do negócio, discorremos sobre alguns motivos pelos quais acreditávamos que a exposição vendida em IRB, que à época negociava a 1,8x o seu patrimônio líquido, ainda apresentava ótima equação risco x retorno, mesmo após a ação ter caído de R\$ 44,00 para R\$ 8,21 no intervalo de pouco mais de seis meses entre as nossas duas cartas enviadas em 2020.

Em nossa análise, enquanto ainda víamos alguns analistas ancorados em premissas de sinistralidade substancialmente inferiores à de pares internacionais, o quadro que se apresentava sugeria um respeitável desafio para o IRB rentabilizar seu patrimônio. O caminho mais plausível a ser seguido pela companhia não seria simples, pois passava por encolher e reestruturar sua presença internacional, partindo de uma realidade em que a maior parte de seus riscos retidos era proveniente do exterior. Além disso, esses negócios haviam sido originados com um incentivo integralmente voltado para crescimento. Por se tratar do *business* mais fácil de crescer que existe, a história do setor

⁹ Demonstrações financeiras de 2019 do IRB, rerepresentadas em 29 de junho de 2020

de seguros e resseguros é repleta de exemplos em que avaliações otimistas sobre riscos subscritos resultaram em crescimento acelerado, porém sucedido por perdas elevadas e prolongadas.

Naquela oportunidade, destacamos também que enxergávamos determinados ativos a serem possivelmente baixados do balanço e uma potencial necessidade de provisionamento para contratos a serem colocados em *run-off*. A concretização desse cenário, por sua vez, contribuiria para uma diminuição do patrimônio líquido e, conseqüentemente, para um prêmio ainda maior do valor de mercado do IRB em relação a seu valor patrimonial.

Desde nossa última carta, passados cinco trimestres de resultados do ressegurador, percebemos que nossa análise se demonstrou pertinente. A companhia acumulou, nesse período, um prejuízo contábil de aproximadamente R\$ 1,7 bilhão¹⁰. Relevantes provisões realizadas para comportar contratos firmados na gestão anterior, aliadas à baixa dos créditos tributários da sucursal em Londres, contribuíram para o ajuste. Dessa forma, mesmo após a queda adicional de 37%¹¹ nas ações do IRB desde então, a empresa negocia a um *valuation* de 1,52x *book value*, não muito distante do que se calculava naquele momento.

Quando se analisam os componentes do valor patrimonial do IRB, o mais recente balanço divulgado apresenta um saldo de R\$ 1,1 bilhão de créditos tributários advindos de prejuízos acumulados. Esse componente aumentou bastante de um ano para cá como sequela decorrente dos resultados negativos e passou a representar mais de um quarto do patrimônio líquido da instituição. De acordo com o princípio geral das regras fiscais brasileiras vigentes, partindo desse montante, a companhia precisaria acumular no futuro um LAIR¹² de aproximadamente R\$ 9 bilhões para fazer uso integral desses ativos¹³. Segundo as notas explicativas das demonstrações financeiras, a administração do IRB estima utilizar a totalidade dos créditos tributários diferidos, inclusive aqueles provenientes de prejuízos fiscais, até o ano de 2031, sendo que mais de dois terços do montante seriam consumidos apenas a partir de 2026, daqui a 5 anos. Com base nessas considerações, pelo prazo alongado para que sejam monetizados, julgamos possível que o valor econômico desses créditos tributários seja menor que seu valor de face.

Os órgãos reguladores do setor de seguros brasileiro criaram a definição do “Patrimônio Líquido Ajustado”, com o objetivo de “apurar, mais qualitativa e estritamente, os recursos disponíveis que possibilitem às supervisionadas executarem suas atividades diante de oscilações e situações adversas”¹⁴. Nesse critério, créditos fiscais decorrentes de prejuízos acumulados, por dependerem de lucros futuros para sua utilização, são inclusive deduzidos do capital requerido para a atividade de resseguro. Essa é a principal razão pela qual atualmente o Patrimônio Líquido Ajustado do IRB é 36% inferior ao seu patrimônio contábil¹⁵. Diferença de tal magnitude se configura como um quadro particular do IRB, em função de seu histórico de resultados recentes, e não como um aspecto característico do mercado de resseguros brasileiro. Como forma de comparação, a informação mais recente confere uma diferença de apenas 8% entre o Patrimônio Líquido Ajustado do conjunto das demais resseguradoras locais e a soma dos seus patrimônios contábeis¹⁶.

O quadro acima acaba por contribuir para uma percepção de prêmio efetivo para o *book value* ainda maior do que o comentado anteriormente, melhorando, por consequência, a equação risco x retorno para nossa posição *short* em IRB, que continuamos a deter em nossa estratégia Long-Biased. Tendo em vista a queda acumulada da ação ao longo do último ano e meio, cabe ressaltar que naturalmente o tamanho atual da exposição vendida em ações do IRB em relação ao patrimônio do fundo Squadra Long-Biased é inferior ao que era no momento de nossas comunicações anteriores com os senhores, conforme pode ser verificado na carteira que divulgamos mensalmente no site da CVM

¹⁰ Prejuízo de R\$ 657 milhões no 2T20, prejuízo de R\$ 230 milhões no 3T20, prejuízo de R\$ 620 milhões no 4T20, lucro de R\$ 51 milhões no 1T21 e prejuízo de R\$ 207 milhões no 2T21.

¹¹ IRBR3 a R\$ 8,21 em 21 de agosto de 2020 vs R\$ 5,16 em 20 de agosto de 2021.

¹² LAIR – Lucro antes do imposto de renda.

¹³ Pela legislação tributária em vigor, como regra geral, as empresas só podem compensar um máximo de 30% de seu imposto de renda (IRPJ) e contribuição social sobre lucro líquido (CSLL) devidos anualmente com créditos fiscais referentes a prejuízos acumulados em exercícios anteriores.

¹⁴ Resolução CNSP (Conselho Nacional de Seguros Privados) 321, de 2015.

¹⁵ Em 30 de junho de 2021, o patrimônio líquido do IRB era de R\$ 4,212 bilhões, enquanto o Patrimônio Líquido Ajustado era de R\$ 2,705 bilhões.

¹⁶ Nos dados disponibilizados pela SUSEP referentes a 31 de maio de 2021, o somatório do patrimônio líquido das 13 demais resseguradoras locais era de R\$ 3,411 bilhões, enquanto o somatório dos Patrimônios Líquidos Ajustados era de R\$ 3,157 bilhões.

seguindo as requisições regulatórias. Sendo assim, é razoável esperar que eventuais ganhos ou perdas que o fundo venha a obter no futuro próximo em decorrência de oscilações no preço da ação do IRB sejam inferiores àqueles observados no passado recente.

Em paralelo ao prejuízo acumulado pela companhia nos últimos trimestres, resta claro que a nova gestão tem trabalhado para endereçar os problemas herdados e colocar em prática um plano abrangente de reposicionamento estratégico e comercial. A expectativa de participantes do mercado é que essa fase em algum momento cesse e a companhia volte a apresentar resultados positivos. A dúvida que paira no ar, porém, é qual deveria ser a rentabilidade normalizada da empresa no futuro.

Por tudo que estudamos sobre o setor de resseguros no Brasil e no exterior ao longo dos anos, não acreditamos haver razão para que o IRB venha a apresentar indicadores de sinistralidade e índice combinado substancialmente inferiores aos de seus pares domésticos e internacionais. Para os negócios provenientes do Brasil, dispomos também da informação sobre a sinistralidade dos prêmios cedidos em resseguro pelas seguradoras locais. Ao consolidarmos todas essas referências, constatamos que o histórico da indústria de resseguro aponta para uma dificuldade sistemática em gerar resultados operacionais positivos, fazendo que virtualmente todo o resultado antes de impostos venha do componente financeiro. O ano de 2020, impactado globalmente por sinistros relacionados à pandemia, não foi exceção e novamente a indústria apresentou resultados sofríveis e retornos abaixo do custo de capital em termos agregados¹⁷.

Diante desse quadro setorial desafiador, vemos o IRB ainda envolto em suas dificuldades particulares, decorrentes da necessidade de revisar seus negócios e contratos, bem como de adequar o tamanho da sua operação, para corrigir equívocos do passado. Sendo assim, no panorama atual, mesmo considerando o cenário de taxas de juros crescentes no Brasil, que beneficia a parcela do caixa investida em moeda local, temos dificuldade em vislumbrar o IRB gerando ROEs recorrentes marcadamente superiores ao custo de capital do mercado acionário brasileiro de forma a justificar um prêmio relevante para o seu valor patrimonial.

Ainda sobre o portfólio *short*, comentamos também em nossa última carta a respeito do nosso ceticismo relacionado à narrativa, observada naquele momento, de que aberturas de capital de subsidiárias gerariam valor substancial para empresas controladoras cujas ações já negociavam na bolsa de valores. O exemplo mais emblemático desse período foi o IPO da Vasta, empresa que fornece sistemas de ensino para escolas da educação básica, subsidiária da Cogna e que teve suas ações listadas na Nasdaq em 30 de julho de 2020.

O alvoroço gerado em torno dessa oferta gerou duas oportunidades para nossa estratégia *short*. A primeira foi na controladora Cogna, que viu suas ações valorizarem significativamente no curto período que antecedeu a listagem da Vasta. E a segunda, na própria Vasta, que se beneficiou de uma aparente euforia e foi precificada a um prêmio de *valuation* para sua tradicional concorrente, a Arco Educação, empresa que vinha apresentando excepcional *track record* em suas operações desde sua abertura de capital, em setembro de 2018. Na ocasião, aproveitamos o que julgávamos ser uma distorção entre preço e valor para os dois ativos, aumentando nossa posição *short* em Cogna e abrindo posição *short* em Vasta. Essas duas operações acumulam considerável ganho desde então, com ambas as ações caindo mais de 50% até o fechamento do primeiro semestre de 2021¹⁸.

¹⁷ Willis Re Reinsurance Market Report April 2021: Results for full-year 2020.

¹⁸ Desde 30/07/2020, dia da listagem das ações da Vasta na Nasdaq.

Equatorial

Ao longo dos primeiros seis meses deste ano, a Equatorial Energia, principal posição *long* dos fundos Squadra LB e LO, realizou duas aquisições no segmento de distribuição de energia elétrica. Em março, a empresa já havia comprado a CEEE-D, concessão que serve parte da população do estado do Rio Grande do Sul, e, em junho, sagrou-se vencedora no leilão de venda da CEA, concessão de distribuição do estado do Amapá.

Seguindo a estratégia da companhia de adquirir ativos problemáticos e complexos, as duas aquisições de 2021 foram feitas por valores simbólicos de R\$ 100 mil e R\$ 50 mil, respectivamente. Ao analisarmos o portfólio de concessões de distribuição da Equatorial, uma característica interessante emerge: a empresa adquiriu sem competição cada uma das seis concessões que opera atualmente. Isso denota que nenhuma outra companhia do setor se viu apta a operar e extrair valor das concessionárias adquiridas pela Equatorial. O mais impressionante, contudo, é que, visto de hoje, a companhia consegue extrair desses ativos retornos sobre o capital investido entre 15 e 25% em termos reais, dependendo do grau de maturidade de cada um. São retornos elevados para um setor regulado, sobretudo envolvendo empresas que potenciais competidores julgaram inviáveis de serem compradas. Números que somente a Equatorial, com sua cultura de excelência e sob a batuta de Augusto Miranda, consegue atingir no setor até o momento.

Voltando às aquisições recentes, acreditamos que, de forma conjunta, adicionarão mais de 10% de valor à companhia, montante substancial para uma empresa que vale aproximadamente R\$ 25,5 bilhões¹⁹ na bolsa. Aos preços atuais da ação, a empresa encontra-se em um nível de *valuation* que há anos não presenciávamos e enxergamos um retorno implícito de dois dígitos, em termos reais, em nosso investimento em Equatorial. As recentes expansões inorgânicas, aliada a outras oportunidades de M&A que vislumbramos, à ótima performance operacional dos ativos existentes, à qualidade da companhia e ao *valuation* comentado acima, nos deixaram confortáveis em aumentar nosso investimento em Equatorial durante o primeiro semestre de 2021.

Enquanto escrevemos esta carta, o Brasil passa pelo pior período de chuvas dos últimos 91 anos, trazendo novamente à tona discussões sobre um possível racionamento de energia para proteger os reservatórios de nossas usinas hidrelétricas, como ocorreu em 2001. Dada a relevância da geração hidrelétrica no sistema elétrico brasileiro, é de se esperar que, em anos de hidrologia ruim, esse assunto volte ao debate. O mesmo aconteceu nos anos de 2014, 2015 e 2017. Em nossa carta divulgada em 2014, discutimos mais profundamente sobre os potenciais impactos de um eventual racionamento na conjuntura atual do sistema elétrico brasileiro. Para não correremos o risco de sermos repetitivos, desta vez, seremos mais breves, focando especificamente nos possíveis impactos em nossos investimentos no setor. Dado o atual perfil da geração de energia elétrica no Brasil, com uma grande quantidade de fontes não-hídricas sendo acionadas para auxiliar na recuperação dos reservatórios, um eventual racionamento mandatório da demanda seria pequeno e de curta duração, bem diferente do ocorrido em 2001. Isso, aliado ao fato de que quedas de volume são anuladas economicamente pelas revisões tarifárias das distribuidoras, nos faz concluir que o impacto em valor intrínseco do nosso investimento em Equatorial seria imaterial.

Miscelânea

“Ninguém pode entrar duas vezes no mesmo rio, pois quando nele se entra novamente, não se encontra as mesmas águas, e o próprio ser já se modificou...”

Heráclito

¹⁹ EQTL3 a R\$ 25,28 no fechamento de 20 de agosto de 2021

Ainda que tenhamos orgulho da trajetória da nossa empresa até aqui, temos consciência de que apenas repetir receitas do passado não necessariamente nos levará a ter sucesso no futuro. Não é trivial se destacar em um mercado acionário cada vez mais competitivo e, ao mesmo tempo, lidar com sua abrangência crescente pela chegada de novas companhias e setores à bolsa de valores. Por isso, não paramos de pensar em maneiras de evoluirmos a Squadra, inclusive tirando proveito de nossa maior capacidade de investir, principalmente em pessoas.

O aumento dos ativos sob gestão da Squadra, ao longo dos anos, veio acompanhado da evolução de diversos pontos que julgamos positivos em nossa empresa. A começar pelo ganho de experiência, conhecimento e, não menos importante, entrosamento de nosso time. Entre os sócios da Squadra, ninguém trabalha conosco há menos de dez anos.

O crescimento de nossa equipe é outro aspecto edificante que deve ser mencionado. Se, ao final de junho de 2011, nossa equipe era composta por 13 pessoas, envolvidas diretamente ou indiretamente na gestão de nossos dois fundos, LO e LB, hoje esse total atingiu 27 pessoas. A maior parte desse crescimento ocorreu em nosso time de investimento, hoje com 22 integrantes, e foi feito de forma gradual ao longo dos anos. Enquanto uma parcela dos novos integrantes tem nos possibilitado estudar com qualidade uma quantidade crescente de negócios, recentemente destinamos pessoas para se dedicarem especialmente à oportunidade (e desafio) ligada a dados. Trata-se, na essência, de uma busca por aprimorar nossas análises costumeiras a partir de “pegadas digitais” deixadas pelas empresas do nosso universo de investimento. Felizmente, os primeiros ensaios nessa frente têm sido encorajadores.

Diante do contexto acima, vale observar que continuamos formando internamente a maioria das nossas pessoas, dentro da nossa filosofia de trabalho e buscando cultivar uma cultura de excelência. Seguindo nosso princípio de meritocracia, é natural que vejamos mais pessoas crescendo de importância dentro da Squadra ao longo do tempo e, conseqüentemente, passando a integrar a nossa *partnership*.

No dia 20 de abril de 2021, a Lojas Americanas S.A. anunciou a aquisição de 70% das ações do Grupo Uni.Co, comprado em dezembro de 2012 por fundo exclusivo gerido pela Squadra. A compra dos demais 30% está prevista no contrato de compra e venda para ocorrer daqui a três anos e seu valor dependerá do desempenho operacional do Uni.Co nesse período.

A alienação desses 70% marca o começo do fim de nossa relação institucional com Imaginarium, Puket, Love Brands, MinD e todos os colaboradores do Grupo. Ainda temos mais três anos como sócios de uma companhia que ficará para sempre marcada na história da Squadra. Aprendemos muito com seus negócios, gestores, nossos acertos e erros, enquanto empresários desse segmento. Buscamos a todo momento honrar a responsabilidade que nos foi passada pelas famílias Rosa e Bobrov, fundadores das marcas Imaginarium e Puket, respectivamente, ao venderem o controle de suas crias para a Squadra. Inclusive, ao tomarmos a decisão de passar adiante o controle do Uni.Co para a Lojas Americanas.

Entendemos que o futuro do Grupo, de seus colaboradores, de suas marcas atuais e outras que poderão vir a se juntarem a elas estará em melhores mãos daqui para frente. São cada vez maiores os desafios que marcas de varejo, como Imaginarium e Puket, possuem em um mundo que vive transformação acelerada. Seus panoramas de sucesso se ampliam ao poderem usufruir dos recursos oferecidos pelas Lojas Americanas. Tecnologia de ponta e acesso a capital abundante, dado o tamanho do Uni.Co dentro da nova controladora, são apenas dois bons exemplos.

Donato Ramos, nosso sócio que passou a maior parte dos seus últimos oito anos e meio envolvido nesse projeto, resolveu seguir um novo caminho profissional, encerrada essa primeira fase do ciclo de investimento no Uni.Co. Além de agradecer por sua dedicação, aproveitamos para lhe desejar ainda mais sucesso! Um agradecimento

SQUADRA INVESTIMENTOS

especial aos nossos sócios da Visagio, que coinvestiram desde o início e foram parceiros de toda hora, aos executivos que passaram pelas empresas do Grupo e àqueles que seguem em seus comandos. Só vencemos as duras batalhas que enfrentamos graças a todos vocês. Que venham não apenas os próximos três anos, mas sim décadas de bonitas histórias para as marcas e a plataforma do Uni.Co.

Finalmente, mas não menos importante, precisamos agradecer aos cotistas do nosso veículo que investiu e segue investindo no Uni.Co. Seu apoio, compreensão e paciência foram fundamentais para atingirmos um bom resultado nesse investimento. Clientes que se comportam como sócios são o oásis de qualquer *asset manager*. Na Squadra, temos tido essa sorte desde nossa fundação e no projeto Uni.Co não foi diferente.

Agradecemos aos senhores cotistas pela confiança em nosso trabalho, nos mais de 13 anos de existência de nossos fundos Squadra Long-Biased e Squadra Long-Only. Como sempre, nos encontramos à disposição para tentar esclarecer suas dúvidas referentes aos temas aqui abordados ou quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra