

Rio de Janeiro, 21 de agosto de 2020

**“It is said an Eastern monarch once charged his wise men to invent him a sentence, to be ever in view, and which should be true and appropriate in all times and situations. They presented him the words: "And this, too, shall pass away." How much it expresses! How chastening in the hour of pride! How consoling in the depths of affliction!”**

Abraham Lincoln

Prezados cotistas,

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, sejam de familiares ou amigos. Para os que estiverem em um momento de fragilidade, desejamos que essas adversidades não tardem a passar e que tenham uma rápida recuperação. De nossa parte, os integrantes da Squadra ficaram bem durante esse período e, embora alguns tenham sido infectados pelo vírus, nenhum apresentou complicações. Todos se encontram saudáveis e ansiosos para retornar gradualmente à vida normal.

Pode parecer fora do usual receber uma correspondência nossa nesta época do ano. No entanto, consideramos importante compartilhar com os senhores algumas reflexões e ações realizadas em meio à série de eventos incomuns que ocorreram simultaneamente em nossas vidas nesse primeiro semestre de 2020. A intenção original era termos escrito uma carta ainda na primeira parte do ano com comentários e considerações sobre a performance dos fundos em 2019, na sequência daquela em que expusemos o investimento *short* em ações do IRB. O COVID, porém, acabou por desarranjar qualquer planejamento prévio.

A profundidade e amplitude das mudanças causadas pela pandemia do coronavírus em cada um de nós vão desde alterar a rotina cotidiana até gerar novas perspectivas sobre questões filosóficas, sociais e políticas. Tais mudanças podem ser apenas conjunturais, com efeitos efêmeros, tendo em vista a natureza humana de retornar aos velhos hábitos. Outros desdobramentos, porém, terão caráter perene, gerando impactos de primeira e segunda ordem nos setores e nas empresas. Acertar esse tipo de transformação e identificar as maiores discrepâncias entre preços voláteis e faixas de valor muito mais amplas do que o habitual não são tarefas fáceis nesse cenário incerto e fluido. Cabe àqueles com vontade, equipes experientes e uma sólida base de investidores entenderem que o ambiente pode estar repleto de oportunidades – e é aqui que buscamos concentrar nossos esforços de pesquisa e análise.

Antes de avançarmos no prisma das oportunidades, gostaríamos de dar um passo atrás e abordar uma característica quase inata em nosso DNA de investidor: a aversão à perda permanente de capital. Por essa razão, quando a pandemia nos atingiu, o primeiro exercício que fizemos foi examinar o balanço das empresas de nosso portfólio e explorar todos os ângulos de liquidez em detalhes. Durante esse estudo, dada a gravidade do choque e a probabilidade de surgimento de vários riscos desconhecidos (“*unknown unknowns*”), enxergamos fragilidades em algumas poucas posições de nossa carteira para resistirem, simultaneamente, a parâmetros mais rígidos de demanda e a uma restrição de crédito em larga escala. Em um primeiro momento, decidimos reduzir a exposição dos fundos a essas companhias, mesmo com perdas significativas, aumentar os níveis de caixa e trabalhar para ampliar nosso entendimento sobre a evolução da pandemia e as respostas políticas sem precedentes em todo o mundo. Mais importante, buscamos compreender quais seriam os reais impactos no valor das empresas que acompanhamos e investimos.

No curso dessa mesma realocação preliminar, escolhemos priorizar investimentos em companhias que já analisamos há vários anos e que passaram a negociar em *valuations* extremamente baixos. Antes de mirar em ambições de ganhos excepcionais, buscamos compor nosso portfólio com organizações que demonstravam balanços fortes e fluxos de caixa resilientes. Um passo adicional no gerenciamento de riscos foi evitar a concentração em nomes individuais ou com exposição a fatores de risco em comum, favorecendo uma

diversificação acima da costumeiramente observada em nossos fundos. Diante daquelas circunstâncias extraordinárias, nosso racional era simples e ainda se mantém: não é hora de ser herói.

Sendo assim, o que buscamos não foi comprar as ações que mais caíram, e sim estar respaldados por companhias capazes de atravessar a arrebentação que se apresentou. Atravessando, sabíamos que haveria um grande potencial de valorização nesse portfólio composto por empresas de alta qualidade e com excelência de gestão. Certamente, não seriam as ações que ostentariam as maiores valorizações caso a situação evoluísse de forma positiva, mas sempre nos pareceu o posicionamento que proporcionaria retornos favoráveis em praticamente qualquer cenário da matriz de probabilidades.

Nesse ambiente confuso, medidas heterodoxas e difíceis de antecipar iriam acontecer. Diversificar torna-se, então, mais importante que o habitual. No setor elétrico, por exemplo, em que enxergamos boa segurança institucional no Brasil, o regulador proibiu o corte do fornecimento de energia dos consumidores que deixassem de pagar suas faturas. Na indústria bancária, candidata corriqueira a ser chamada a “dividir as contas”, há uma proliferação de projetos, que passam por restrições à negatização de mutuários inadimplentes, aumentos de impostos e tabelamento de preços. A lista das medidas em estudo é extensa e perpassa diversos setores, sendo provável que ainda venham a surgir novas intervenções microeconômicas que hoje desconhecemos.

A cada dia que passava, ao se enxergar através da neblina da incerteza, reforçava-se a percepção de que uma das principais forças motrizes do investimento em ações permaneceria benigna por mais tempo. O pânico induziria uma expansão maciça dos balanços dos bancos centrais, em quantidade e velocidade superiores ao estímulo da crise de 2008, garantindo liquidez e taxas de juros ultrabaixas ao menos enquanto os riscos de deflação global persistissem, e provavelmente se estendendo por um prazo mais longo depois.

Combinadas com impulsos fiscais inéditos destinados a colocar dinheiro diretamente no bolso dos consumidores, essas políticas estimulativas compensariam o enorme choque de desemprego e ajudariam a manter níveis básicos de demanda, proporcionando a investidores, formuladores de políticas e comunidade científica um tempo valioso. Tempo esse necessário para entender melhor a pandemia, avaliar a evolução de protocolos adotados e possibilitar o surgimento de novos medicamentos e tratamentos.

Durante esse processo, fomos igualmente construindo a constatação de que a pandemia aceleraria determinadas tendências que já vislumbrávamos, fortalecendo vantagens competitivas de algumas companhias nas quais investimos. No setor de aluguel de carros, por exemplo, as empresas listadas vinham crescendo, pré-COVID, a taxas anualizadas de cerca de 30% em um negócio ainda razoavelmente fragmentado e subpenetrado. Acreditamos que vetores estruturais permanecerão presentes, tais como a economia compartilhada, a terceirização de frotas e os juros baixos. Localiza e Unidas continuarão navegando beneficiadas por esses ventos de cauda e, valendo-se de ótima execução, poder de barganha com fornecedores e acesso a capital superior ao das concorrentes, deverão ganhar participação em um mercado crescente. Em virtude do período de quarentena, as empresas com exposição ao varejo online foram impulsionadas pela maior familiarização com seus serviços e aplicativos, o que gerou tanto benefícios para uma plataforma estabelecida (Mercado Livre) como oportunidades para uma varejista multicanal em processo de *turnaround* (Via Varejo). Ademais, temos testemunhado a aceleração de movimentos relacionados ao *financial deepening* trazido pelos juros baixos, beneficiando a B3, bem como plataformas e bancos de investimento.

O menor nível de câmbio do real, tanto em comparação ao dólar quanto a moedas de outros países emergentes, é outro subproduto do cenário atual. *Ceteris paribus*, essa nova condição torna os ativos locais mais baratos para compradores estrangeiros e, principalmente, aumenta a competitividade das empresas brasileiras no exterior. Mais à frente nesta carta, dedicamos alguns parágrafos para falar sobre o investimento em Vale, uma das principais posições *long* de nossos fundos.

Todos os passos tomados e análises que mencionamos até aqui foram possibilitados pela adaptação da nossa estrutura de trabalho nesse período. Estabelecemos uma rotina muito satisfatória de reuniões online entre os membros da equipe e aumentamos a frequência de interações com os gestores de empresas e *stakeholders* de todos os tipos, de forma a melhor compreender as tendências atuais. Buscamos verificar evoluções na margem, cruzando-as entre si e com as suposições de nossos modelos mentais. Podemos dizer que a qualidade da troca de informações e ideias por meio de *video chats* está entre as melhores da nossa história, apesar de termos perdido as interações pessoais, informais e espontâneas, no escritório.

Ainda assim, a fonte do caos em nossas vidas persiste, assombrando famílias e tomadores de decisão, pois muitas perguntas permanecem sem resposta. Em meio ao fluxo caótico de notícias, a necessidade de separar o sinal do ruído nos levou a desenvolver metodologia própria de acompanhamento da pandemia no Brasil. Analisando bases semanais com dados sobre hospitalizações, foi possível identificar as tendências vigentes em cada localidade e observar padrões comuns no avanço do vírus, embora com diferenças temporais entre regiões. Apesar da insuficiência de dados em tempo real, esse rastreamento tem sido bastante útil até o momento.

Em relação à economia, a suposição que parece ser aceita pelos investidores, implícita nos preços atuais de mercado, é que a recuperação em curso nos leve a uma normalização da atividade em algum momento do próximo ano. Porém, cabe ressaltar que a formação de preços foi alterada pelos bancos centrais em uma intensidade inédita na história, dificultando, assim, a tarefa de estimar quais são os reais prêmios de risco.

Faz vários meses que essa nova realidade está entre nós. Em uma escala global, a impressão corrente é de que, ao ser confrontado com a potência dos estímulos, o medo em relação à depressão deflacionária global retrocedeu. O pânico que induziu projeções preliminares de milhões de vítimas em países individuais foi descartado. *Hotspots* mostraram padrões semelhantes e controlados após alguns meses, enquanto protocolos médicos aprimorados reduziram consideravelmente as taxas de mortalidade verificadas no início da pandemia. É claro que isso não visa minimizar a gravidade da crise, nem a dor e o sofrimento que ela causou e ainda causará ao mundo. Trata-se de uma grande catástrofe que fez o mundo se curvar, levando vidas e trazendo a maior contração na produção já registrada. Além disso, ainda há muita incerteza, como as ameaças de uma segunda onda do coronavírus e possíveis mudanças duradouras no padrão de gastos dos consumidores.

Contudo, trabalhamos com distribuições de probabilidades, as quais, embora continuem mais dispersas do que o habitual, não se encontram tão inclinadas para cenários apocalípticos como estiveram há alguns meses. Podem, inclusive, ser mais propensas para o lado positivo no curto-médio prazo, dados possíveis *overshoots* de políticas estimulativas. Mais importante, os preços das empresas de que gostamos ainda são descontados por bons retornos, especialmente quando comparados às miúdas taxas de juros nominais e reais de curto prazo. As taxas de longo prazo, referencial mais adequado para balizar o investimento em *equities*, também estão perto dos níveis mais baixos em décadas e podem seguir assim enquanto as perspectivas de uma agenda positiva para o Brasil permanecerem em vigor. Desse modo, somos construtivos em termos de posicionamento do nosso portfólio, com viés para ganhadores de participação de mercado.

**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%
2020-1S	-7,6%	-12,8%	-17,8%	-17,4%	1,7%
<b>Desde o início</b>	<b>585,0%</b>	<b>635,2%</b>	<b>57,0%</b>	<b>101,9%</b>	<b>278,4%</b>
<b>Anualizado</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>11,5%</b>
<b>Últimos 60 meses</b>	<b>145,5%</b>	<b>134,3%</b>	<b>79,1%</b>	<b>82,6%</b>	<b>62,2%</b>
<b>Anualizado</b>	<b>19,7%</b>	<b>18,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,8%</b>	<b>10,2%</b>

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

Em 2019, o fundo Squadra Long-Biased (LB) teve performance de +35,5% e o Squadra Long-Only (LO), de +45,7%. O Ibovespa valorizou 31,6%, enquanto o benchmark IPCA+X%<sup>1</sup> subiu 9,6%. Como se pode constatar na tabela acima, 2019 foi o ano que o Long-Only apresentou sua segunda maior valorização desde o início da Squadra, atrás apenas da grande recuperação dos mercados de 2009. Para o LB, 2019 foi o exercício com o terceiro maior rendimento, atrás daqueles verificados em 2009 e em 2018.

Já no primeiro semestre de 2020, o fundo Long-Biased teve performance negativa de -7,6% e o Long-Only, de -12,8%. No semestre, o Ibovespa caiu -17,8%, enquanto o benchmark IPCA+X% subiu 1,7%.

Quem olha simplesmente a foto do final de semestre fica bem longe de entender a montanha-russa percorrida pelas cotações de mercado. No primeiro trimestre do ano, os fundos geridos pela Squadra caíram -26,2% (LB) e -33,9% (LO). Já entre abril e junho, os fundos subiram 25,2% (LB) e 31,9% (LO), recuperando respectivamente 71% e 62% da queda apresentada no trimestre anterior.

Com as performances negativas de -7,6% (LB) e -12,8% (LO), o primeiro semestre de 2020 foi aquele em que ambos os fundos apresentaram suas maiores desvalorizações desde o segundo semestre de 2008, há 12 anos, por ocasião da crise financeira global.

<sup>1</sup> IPCA+X% a.a., 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.

Ao analisarmos de modo compartimentado esses dois períodos tão próximos entre si – ano fechado de 2019 e primeiro semestre de 2020 –, é inevitável vir à cabeça a importante máxima “*Stocks for the Long Run*”<sup>2</sup>. O mercado de ações pode apresentar oscilações extremamente bruscas. Essas variações de preço são capazes de gerar ganhos excepcionais em prazos curtos, como aqueles observados no ano de 2019. Entretanto, o outro lado da moeda, que acabamos por vivenciar no primeiro semestre de 2020, é mais dramático para aqueles que aplicam em ações sua poupança de curto prazo e, sobretudo, para os que se utilizam de alavancagem. Quem se coloca nessas situações, é forçado a transformar as quedas de mercado mais significativas em perda permanente.

Warren Buffett, na sua carta de 2014 aos acionistas da Berkshire Hathaway, ao tecer uma retrospectiva dos 50 anos da empresa sob sua liderança, fez uma defesa enfática do investimento em um portfólio de ações, feito através de aplicações sucessivas. Com uma ressalva importante: apenas para aqueles com horizonte de longo prazo. Como forma de enfatizar essa condição e de educar interessados em investir especificamente na Berkshire, ao comentar sobre o que esperar dos 50 anos à frente, ele faz a seguinte recomendação:

**“Since I know of no way to reliably predict market movements, I recommend that you purchase Berkshire shares only if you expect to hold them for at least five years. Those who seek short-term profits should look elsewhere.”**

Warren Buffett, 2014 Berkshire Hathaway Letter to Shareholders

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Entre o início de 2019 e o encerramento do primeiro semestre de 2020, tivemos mostras bem pronunciadas do que podem ser esses “*market movements*”, tanto para um lado como para o outro. No agregado do período de um ano e meio, a performance dos fundos foi positiva em mais de 25%, sendo justificada principalmente por vários investimentos *long* que registraram ganhos importantes, sem que houvesse algum grande destaque absoluto.

Quando olhamos de forma mais ampla, pode-se dizer que houve uma contribuição notável de empresas que têm sido muito ganhadoras de *market share* e/ou têm presença relevante em mercados em ampliação, conforme exemplificamos na seção inicial desta carta. A combinação desses dois fatores gera expansões significativas de receitas e, na maioria dos casos, de lucros para essas companhias.

Evidentemente, crescimentos relevantes em negócios com alto potencial de rentabilidade dificilmente passam despercebidos na bolsa de valores, de tal forma que os múltiplos em que determinadas ações negociam se elevaram. Como de costume, nossa abordagem tem sido caso a caso, avaliando qual a nossa melhor estimativa de valor para cada empresa e quais expectativas enxergamos para os negócios no médio-longo prazo. Agindo assim, reduzimos algumas posições nas quais não tínhamos o mesmo conforto de antes, porém iniciamos e incrementamos a exposição a outras companhias cujos negócios têm se mostrado mais promissores do que havíamos imaginado. No conjunto, o investimento em ações com esse perfil de alto crescimento segue sendo relevante no portfólio da Squadra.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Na introdução desta carta, expusemos o racional de algumas realocações que fizemos em nosso portfólio devido às condições extraordinárias provocadas pela pandemia do COVID-19. Conforme dissemos, o objetivo dessas mudanças foi ter um portfólio com empresas que nos dariam um retorno favorável para qualquer conjuntura

<sup>2</sup> Título do livro escrito pelo professor de Wharton Jeremy Siegel, em que ele demonstra os retornos superiores de investimentos em ações no mercado americano quando são considerados horizontes de 20 anos ou mais. Na versão em português, o livro se intitula “Investindo em Ações no Longo Prazo”.

que se apresentasse, mesmo a mais adversa. Esse é o posicionamento que acreditamos fazer sentido em face das novas circunstâncias, que trazem uma maior diversidade e amplitude de cenários.

Como se sabe, na esteira dos estímulos globais e de uma pandemia menos severa do que se chegou a cogitar, o panorama geral e as cotações de ativos financeiros evoluíram positivamente, de modo que os fundos Squadra Long-Biased e Long-Only recuperaram a maior parte da desvalorização observada no primeiro trimestre do ano. Agora, vem a notícia não tão boa... Diante dessa realidade, na foto de fechamento do semestre, as realocações realizadas, em uma visão agregada, acabaram sendo negativas para a performance dos fundos em comparação a uma eventual abordagem “*Do Nothing*”. Ainda que esse seja o quadro até o fim de junho, não possuímos o contrafactual para saber como teria se comportado nosso portfólio caso a crise de saúde e macroeconômica tivesse se desenrolado de forma mais grave e sido acompanhada por uma restrição severa de crédito.

A seguir, comentamos sobre o investimento em Vale, de modo a exemplificar nosso trabalho de análise durante o primeiro semestre de 2020.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Nos momentos mais agudos de *stress* dos mercados, várias empresas passaram a apresentar *valuations* largamente atrativos. Nesse contexto, a autoimposta diretriz de se buscar um portfólio diversificado não foi difícil de executar e apenas duas posições se destacavam em nossos fundos com concentrações acima das demais: Equatorial Energia e Vale. Ainda que eventualmente possa causar estranheza ver uma produtora de *commodities* com relevância no portfólio naquele período de incerteza, a Vale reunia muitas das características que buscávamos em um investimento perante tais circunstâncias.

Em face da prioridade absoluta de encontrar as empresas que atravessariam a arrebentação, a Vale apresentava alavancagem confortável e excelente situação de liquidez. Após as adversidades verificadas em períodos anteriores de queda acentuada da cotação do minério de ferro combinada a uma restrição de crédito para companhias brasileiras, a empresa tinha priorizado a redução do seu endividamento. A dívida líquida atual corresponde aproximadamente ao fluxo de caixa operacional gerado ao longo do último ano de operação, configurando ponto de partida excepcional para enfrentar uma eventual crise. Além disso, tendo encerrado o ano de 2019 com US\$ 8 bilhões em caixa, ainda possuía US\$ 5 bilhões em linhas rotativas de empréstimo disponíveis para saque, totalizando montante de disponibilidades muito superior ao volume de amortizações de dívidas previsto para os quatro anos seguintes, de apenas US\$ 4 bilhões. No conjunto, havia margem de segurança para um cenário de *credit crunch* extremo, mesmo que a companhia parasse de gerar caixa por um longo tempo. Um detalhe importante: para zerar o fluxo de caixa corrente para o acionista, o preço do minério de ferro *spot* precisaria cair pela metade.

O *valuation* da Vale já nos chamava atenção favoravelmente antes da pandemia e a queda acentuada na cotação da ação acabou por aumentar essa percepção. De forma singular, no turbilhão trazido pelo coronavírus, tivemos outras oscilações significativas de preços de mercado que foram muito benéficas para o investimento. O real chegou a acumular queda superior a 30% contra o dólar, perdendo valor relativo frente à quase totalidade das demais moedas globais, e o petróleo simplesmente despencou. Por mais assustadoras que essas variações de preço pudessem ser para os prognósticos da economia brasileira e mundial, esses dois efeitos melhoravam a já sólida posição competitiva da Vale, ao reduzir tanto seus custos de produção como de frete. Por concentrar sua produção no Brasil, a desvalorização da moeda local gera o benefício direto de reduzir em termos dolarizados custos importantes, como mão-de-obra e serviços em geral. Esse minério de ferro extraído no país basicamente se destina ao grande mercado consumidor chinês, viajando meio mundo por navio até chegar lá. Embora o petróleo mais barato contribuía para uma redução nos custos de frete de todos os competidores do comércio transoceânico, a Vale, por ter suas minas mais distantes da China, acaba se beneficiando no relativo com suas competidoras australianas.

Em resumo, ao mesmo tempo em que o preço da ação caía, a companhia se tornava ainda mais competitiva. No auge da perplexidade dos mercados, os múltiplos de curto prazo saltavam aos olhos, lembrando



décadas longínquas: aproximadamente 4x preço sobre lucro e mais de 20% de *Free Cash Flow Yield*. Para enxergar o potencial do investimento, gostamos de olhar para os fluxos de caixa dos anos à frente, levando em conta que o preço do minério de ferro tem apresentado patamar acima do que consideramos sustentável no médio prazo. Mesmo nessa ótica, víamos espaço para a ação valorizar significativamente.

Quando pensávamos no *downside*, cenários de cauda negativos para o Brasil, como é o caso para todas as economias, costumam envolver depreciações cambiais ainda mais relevantes do que aquela testemunhada no primeiro semestre de 2020. Quando pesávamos essa hipótese na matriz de probabilidades, o investimento em Vale fazia bastante sentido em nosso portfólio, por se beneficiar de um real mais fraco.

Com a humildade e cuidado de quem não se aventura a ter projeções precisas para preços de *commodities*, víamos os fundamentos de oferta e demanda da indústria de minério de ferro razoavelmente protegidos de nos pregarem grandes sustos no curto prazo. Partindo de um nível de estoque baixo na cadeia e com a oferta de minério já deprimida em função da tragédia de Brumadinho e de outras interdições subsequentes, o surto do COVID acabou por causar interrupções adicionais nas operações de diversos *players*, sobretudo de produtores chineses. Do lado da demanda, se o grau de incerteza era elevado, a China, ao menos, se mostrava em um estágio mais avançado na curva da pandemia e as sinalizações eram de que o governo local iria estimular a economia através dos seus mecanismos tradicionais, promovendo investimentos em ativos fixos.

Por fim, no investimento em Vale, acreditamos que há uma oportunidade para redução da percepção de risco atribuído à companhia, em função de melhorias em implementação nos quesitos ambientais, sociais e de governança, os quais têm atraído atenção crescente nos últimos tempos, abarcados em um guarda-chuva formado pela sigla ESG<sup>3</sup>. Compreensivelmente, vários participantes do mercado optam por não investir em Vale em função das duas tragédias recentes envolvendo barragens, que levaram muitas vidas e geraram danos ambientais perenes. Desastres como esses geram efetiva e relevante perda de valor para acionistas e um aumento do risco percebido na empresa, além de um justificável desconforto moral. No mercado de ações, isso acaba por se refletir de maneira aparente no desconto de *valuation* que a Vale apresenta para seus pares internacionais, que antes enxergávamos em torno de 10% e hoje se encontra em uma ordem de grandeza de 30 a 35% em múltiplos comparáveis. Em nosso estudo da companhia, no entanto, temos visto sinalizações consistentes de que a administração atual está comprometida em promover mudanças estruturais nos quesitos ambientais e sociais, o que pôde ser percebido na postura recente em relação às reparações do desastre de Brumadinho e nas ações humanitárias envolvendo a presente crise de saúde.

Com o propósito de evitar novos acidentes ambientais, a Vale vem desativando barragens de risco elevado, alterando protocolos de segurança, investindo em concentração a seco e em novas tecnologias menos poluentes na cadeia produtiva. Nesse esforço, estabeleceu metas bastante ambiciosas, como as de se tornar carbono neutro até 2050, ser autossuficiente em energia limpa, reduzir a captação de água em 10% e recuperar grandes áreas de floresta degradada. Além disso, a companhia revisou a sua governança de *compliance* para assegurar que o fluxo de informação sobre os riscos mais críticos chegue diretamente aos principais membros da administração, inclusive o *Board*. Acreditamos que, conforme investidores constatem o empenho do *management* se traduzindo em resultados palpáveis, a percepção desfavorável existente, refletida na cotação das ações, se reduza gradualmente.

Por esses motivos, aproveitamos o momento conturbado do mercado para aumentar a nossa posição de Vale, com destaque maior em relação a várias das outras opções que se apresentavam. Mesmo com a ação tendo subido significativamente desde então, acreditamos que a empresa possui ativos irreplicáveis, especialmente a operação de minério de ferro Carajás, e ainda oferece um carregamento favorável, com *valuation* atrativo e descontado em relação a outras empresas de referência no setor.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

<sup>3</sup> *Environmental, Social, and Governance.*

---

**“As well-known analyst V.J. Dowling has pointed out, the loss reserves of an insurer are similar to a self-graded exam. Ignorance, wishful thinking or, occasionally, downright fraud can deliver inaccurate figures about an insurer’s financial condition for a very long time.”**

Warren Buffett, 2017 Berkshire Hathaway Letter to Shareholders

Durante o mês de fevereiro deste ano, enviamos duas cartas aos senhores abordando nossa tese de investimento *short* nas ações do IRB-Brasil Resseguros S.A. (“IRB” ou “Companhia”). Esse trabalho, inclusive, acabou demandando mais tempo de nossa equipe nas semanas subsequentes ao seu envio do que o previsto, ainda que antecipadamente esperássemos uma grande carga de dedicação.

Em um primeiro momento, houve a necessidade de apresentarmos esclarecimentos mediante a resposta por parte da antiga administração da resseguradora, atribuindo ao nosso estudo diversos equívocos que não havíamos cometido. Em seguida, se observou uma sequência de eventos que foram além da análise delimitada por nós. Um enredo que acreditávamos que se desenrolaria durante anos acabou se apresentando em poucos meses. É pertinente dizer que, em conjunto com a mudança de perspectivas trazida pela pandemia, esse quadro também acabou por influenciar o atraso desta comunicação mais ampla com os senhores, inicialmente prevista para a primeira parte do ano.

Passados aproximadamente seis meses desde a exposição de nossa tese, julgamos apropriado repassar com os senhores os fatos ocorridos desde então. Para aqueles que acompanham nossas cartas há alguns anos e já viram citarmos Buffett, Munger e a Berkshire Hathaway 14 vezes<sup>4</sup> em nossas comunicações prévias, devem imaginar que é um pouco surreal ver nossos ídolos terem uma participação chave, ainda que provavelmente a contragosto, nessa história em que dedicamos tamanho empenho e zelo.

Antes de expor a sequência de fatos, enfatizamos que mantemos nossa posição vendida, de forma que fundos sob nossa gestão (e, por consequência, a própria Squadra) se beneficiam de uma queda de valor nas ações do IRB.

Dentre os referidos eventos ocorridos após o envio de nossas cartas, resumidamente destacamos:

- (1) ainda no mês de fevereiro, a publicação pelo IRB dos resultados referentes ao exercício de 2019, referendados por duas empresas de auditoria “*Big Four*”, buscando invalidar diversos pontos de nossa análise. Concomitantemente, foi anunciado um relevante programa de recompra de ações;
- (2) o repentino pedido de renúncia do presidente do Conselho de Administração, divulgado pela imprensa e desmentido pela Companhia na véspera de ser confirmado;
- (3) a disseminação, por parte de membros da administração da Companhia, de que a Berkshire Hathaway, comandada por Warren Buffett, estaria comprando lotes expressivos de ações do IRB no mercado;
- (4) a consequente negativa, vinda da própria Berkshire, declarando que jamais havia sido acionista do IRB e não tinha a intenção de vir a ser;

**“There have been recent stories in the Brazilian press that Berkshire Hathaway Inc. is a shareholder of IRB Brasil Re (“IRB”). Those stories are incorrect. Berkshire Hathaway Inc. is not currently a shareholder of IRB, it has never been a shareholder of IRB and it has no intention of becoming a shareholder of IRB.”**

Berkshire Hathaway News Release, 03 de março de 2020

- (5) as renúncias do CEO e CFO do IRB no dia seguinte ao pronunciamento da Berkshire, precipitando alterações subsequentes na diretoria e no Conselho de Administração. Desde então, houve a saída da

---

<sup>4</sup> Não inclui as citações feitas no Relatório de Análise, que acompanhou nossa Carta aos Cotistas de 2 de fevereiro de 2020.



Vice-Presidente de Riscos e Compliance, do contador e do atuário da Companhia, os quais, conjuntamente com CEO e CFO, eram os cinco executivos responsáveis por assinarem as demonstrações financeiras;

- (6) o cancelamento do pagamento dos dividendos declarados, de valor próximo a R\$ 1 bilhão, relativos ao exercício de 2019;
- (7) a instauração de Fiscalização Especial por parte da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), órgão regulador de seguros e resseguros, devido à detecção de insuficiência de ativos garantidores de provisões técnicas;
- (8) a divulgação de “irregularidades no pagamento de supostos bônus” de aproximadamente R\$ 60 milhões para antigos funcionários;
- (9) no final de junho de 2020, a republicação das demonstrações financeiras de 2018 e 2019, revelando “irregularidades que culminaram na modificação intencional e sistêmica de dados operacionais da Companhia relacionados, principalmente, à provisão de sinistros a liquidar”. À vista disso, constatou-se que já existia uma insuficiência de ativos garantidores da ordem de R\$ 1,4 bilhão no final do ano de 2019;
- (10) o anúncio de um aumento de capital de, no mínimo, R\$ 2,1 bilhões para recomposição de liquidez regulatória, equivalente a cerca de 65% do último patrimônio líquido reportado (maio de 2020);
- (11) a divulgação de prejuízo elevado para os meses de abril e maio, significando uma redução próxima a 10% do patrimônio líquido em apenas um bimestre; e
- (12) o anúncio de que o mês de junho traria novo prejuízo de magnitude semelhante e que parte da operação internacional seria colocada em *run-off* por apresentar margem de contribuição negativa.

Colocando os acontecimentos acima em perspectiva, fica difícil não chegar à conclusão de que nossa análise contribuiu para salvar o IRB. Tivéssemos tardado alguns meses mais para dividi-la com os senhores, a Companhia teria desembolsado cerca de R\$ 1 bilhão em dividendos adicionais e, possivelmente, outro bilhão em um programa de *buyback* aprovado em fevereiro, aumentando sobremaneira seu descasamento regulatório para uma situação potencialmente irreversível.

Voltando nossa atenção para o caso de investimento, a nova gestão tem sinalizado que as decisões de subscrição serão tomadas com o objetivo de geração de valor intrínseco, e não de valorização das ações no curto prazo. Esses fatores, juntamente com estruturas de capital e liquidez fortalecidas pela capitalização em via de ser concluída, proporcionarão conforto a funcionários, clientes e acionistas de que a empresa persegue a sustentabilidade de seus negócios e a conformidade com as exigências regulatórias.

Entretanto, acreditamos que as decisões tomadas no passado provavelmente deixarão sequelas dolorosas para os próximos anos. O IRB hoje se tornou uma empresa em que aproximadamente dois terços dos riscos retidos vêm do segmento internacional, um portfólio construído com incentivo integralmente voltado para crescimento. Como se trata do negócio mais fácil de crescer que existe, a história do setor de seguros e resseguros é repleta de exemplos em que avaliações otimistas sobre riscos subscritos resultaram em crescimento acelerado sucedido de perdas elevadas. Nesse sentido, a anedota da canoa no meio do oceano contada por Warren Buffett, que colocamos em nossa última carta e reproduzimos abaixo, serve perfeitamente como ilustração:

*“It’s so easy in the insurance business — it’s the curse of the insurance business — it’s also one of the benefits of it — is that people hand you a lot of money for writing out a little piece of paper. And what you put on that piece of paper is enormously important. But the money that’s coming in that seems so easy can tempt you into doing very, very foolish things. (...) If you are willing to do dumb things in insurance, the world will find you. You can be in a rowboat in the middle of the Atlantic and just whisper out, “I’m willing to write this” and then name a dumb price, and you will have brokers swimming to you, you know — with their fins showing, incidentally. It is brutal. I mean, if you are willing to do dumb things, there are people out there, and it’s understandable. But*

---

*they will find you, and you will get the cash up front. You will see a lot of cash and you won't see any losses, and you'll keep doing it because you won't see any losses for a little while. So you'll keep taking on more and more of this, you know, and then the roof will fall in."*

Warren Buffett, 2003 Berkshire Hathaway Shareholders' Meeting

Diante de tal contexto, presumimos que o IRB opte por encolher e reestruturar sua presença internacional, através do *run-off* de diversos contratos, prática árdua de "limpeza" que resulta em pagamentos de sinistros já contratados, sem nenhuma receita relacionada.

Na nossa visão, o quadro que se apresenta sugere um respeitável desafio para o IRB rentabilizar seu patrimônio. Por se tratar de uma empresa que negocia a 1,8x<sup>5</sup> seu patrimônio líquido, já levando em conta o seu incremento substancial decorrente da capitalização em curso, ainda consideramos uma ótima relação risco x retorno para continuarmos a carregar um investimento *short* relevante em suas ações. Temos visto avaliações de *sell-side* ainda ancoradas em premissas de sinistralidade substancialmente inferiores às de pares internacionais e ao histórico do triângulo de sinistros da Companhia, bem como prevendo crescimentos importantes em cima de uma base de prêmios que precisará ser depurada.

Finalmente, é pertinente ressaltar que, de acordo com a própria administração da Companhia, reavaliações sobre as práticas da gestão anterior ainda estão em curso. Ao divulgarem os resultados revisados de 2018 e 2019, por exemplo, não havia parecer da auditoria atuarial, o que não é usual no setor e foi expressamente destacado pelo Conselho Fiscal da Companhia.

Reconhecemos e temos acompanhado o trabalho e o esforço da nova gestão na revisão de toda estratégia, números e contratos anteriores ao momento que assumiram. Entretanto, tendo estudado intensamente o setor de seguros e as demonstrações contábeis do IRB nos últimos anos, estamos cientes das dificuldades de uma revisão completa em curto espaço de tempo. Quando analisamos o balanço atual, ainda nos chamam a atenção fatores que apontamos em nossa análise, como os montantes elevados de prêmios ganhos não caixa e de recebíveis referentes a prêmios estimados, créditos a receber de centenas de milhões de reais reconhecidos originalmente como expectativas de salvados e ressarcimentos e o alto volume de créditos fiscais decorrentes de prejuízos acumulados, sobretudo aqueles advindos da sucursal de Londres, desativada há mais de 30 anos.

Caso venha a ser alterada a expectativa sobre o valor de recuperação de alguns desses itens ou venham a ser requeridas provisões adicionais para contratos colocados em *run-off*, o prêmio em relação ao *book value* a que nos referimos acima pode se revelar maior do que enxergamos atualmente, melhorando ainda mais nossa equação de risco x retorno.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Ainda sobre nosso portfólio *short*, recentemente temos observado alguns sinais de entusiasmo no mercado que acreditamos nos trarão oportunidades ao longo do tempo. Provavelmente, o exemplo mais emblemático é a narrativa de que aberturas de capital de subsidiárias geram valor substancial para empresas com ações negociadas na bolsa de valores.

O valor de uma empresa é dado pelos seus fluxos de caixa trazidos a valor presente. Via de regra, ao se listar uma subsidiária, criam-se despesas novas, ineficiências fiscais diversas e se engessa o balanço patrimonial, prejudicando a alocação de capital entre diferentes negócios de uma holding. Por essa ótica, quanto mais controladas listadas, menor tende a ser o fluxo de caixa do todo. Talvez o maior exemplo de destruição de valor no Brasil envolvendo esse tipo de operação tenha sido a abertura de capital dos programas de fidelidade das companhias aéreas. O governo, como arrecadador de impostos, agradeceu.

---

<sup>5</sup> IRBR3 a R\$ 8,21, preço de fechamento de 21 de agosto de 2020. Considera um aumento de capital de R\$ 2,2 bilhões sobre o patrimônio líquido divulgado no encerramento de maio de 2020. O valor de R\$ 2,2 bilhões representa o ponto médio entre os montantes mínimo e máximo anunciados da transação.

Outra consequência primária da listagem de controladas é a criação de potenciais conflitos de interesse. Frequentemente, decisões que fazem sentido para uma holding não são as melhores para uma subsidiária de capital aberto. A estrutura de capital da empresa controlada é um exemplo comum dessa desarmonia, além dos tradicionalmente espinhosos contratos com partes relacionadas. As situações de conflito potenciais são muitas, desde aspectos corriqueiros a operações complexas, mas o conceito é simples: os acionistas minoritários de uma subsidiária não estão exatamente no mesmo barco dos controladores da holding. Os veículos através do qual cada grupo investe, e para os quais almejam a maximização de valor, são distintos.

Mas essas operações não podem “destravar valor”? Em certos casos, reconhecemos que há sim uma possibilidade de melhor precificação de uma companhia em razão da listagem de uma subsidiária. Apesar do valor do todo ser presumivelmente igual ou menor, o preço de um ativo subavaliado pode vir a se aproximar do seu valor intrínseco, graças a um maior nível de informação sobre determinada linha de negócio. O modelo mais bem-sucedido de uso dessa estratégia nas últimas décadas é o de John Malone, quando era CEO da TCI, conglomerado americano dos setores de TV a cabo e mídia. Em mais de uma ocasião, Malone se lançou do artifício de listar subsidiárias valiosas<sup>6</sup> que, por fazerem parte de um extenso e complexo portfólio de companhias, tinham seus atributos econômicos ignorados por investidores. Alguns desses investimentos, inclusive, eram contabilizados pelo método de equivalência patrimonial e, por terem seus lucros reconhecidos na mesma linha das demonstrações de resultados que os de um emaranhado de outras empresas, não eram corretamente avaliados pelo mercado.

Contudo, não achamos ser esse o caso para a maioria das empresas brasileiras, em que o nível de *disclosure* sobre as diferentes linhas de negócios é geralmente satisfatório. Os famosos *earnings releases* que acompanham as demonstrações contábeis costumam apresentar detalhados níveis de informação sobre as verticais de uma companhia. Nesses casos, portanto, não haveria razão para “destravamento de valor”. Analistas de mercado já embutem em suas expectativas, ao analisar o conglomerado, diferentes premissas e *valuations* para cada linha de negócio.

Em um mercado extremamente competitivo como o que trabalhamos, é difícil acreditar que existam “almoços grátis” simplesmente porque uma empresa irá abrir o capital de sua subsidiária. Comumente, lista-se a parte boa embaixo, mas o conglomerado em cima continua com a parte pior, carregada de despesas. Não faltam exemplos no mercado brasileiro sobre esse tipo de operação: Banco do Brasil e BB Seguridade, Latam e Multiplus, Gol e Smiles... Não houve diferença material, no tempo, no *valuation* das holdings. Há até mesmo os contraexemplos: a Azul decidiu não listar seu negócio de fidelidade, porém, graças ao nível de informações fornecidas, os analistas sempre foram capazes de acompanhar essa unidade de negócio e sua ação constantemente negocia com prêmio para seus pares.

Em aspecto relacionado ao quadro descrito acima, percebe-se um desejo disseminado entre banqueiros de investimento em criar ângulos “*Tech*” e idealmente viabilizar que tais listagens ocorram na Nasdaq ou na NYSE<sup>7</sup> em busca de múltiplos mais altos. Essa forma de “destravamento de valor” também não convence. No caso da Linx<sup>8</sup>, único exemplo até aqui de empresa de tecnologia que, já sendo precificada anteriormente na B3, passou a negociar suas ações também na NYSE após a realização de um *follow-on*, não se constatou um *re-rating* evidente e sustentado no preço da ação.

Evidentemente, várias decisões de listagem de subsidiárias são perfeitamente legítimas. Companhias aspirando reduzir seu nível de alavancagem, por exemplo, podem ter mais facilidade em levantar capital a preços que julgam adequados em uma controlada que apresente maior apelo a potenciais investidores. A mesma lógica vale para o caso de ofertas primárias que objetivam executar planos de investimentos relevantes.

Há também as motivações societárias. Determinadas aberturas de capital de subsidiárias vão adiante como forma de se evitar uma diluição que resulte em perda de controle na holding. Em circunstâncias específicas, a listagem de controladas pode ser uma etapa necessária para viabilizar reestruturações diversas ou a saída de acionistas minoritários.

<sup>6</sup> Para essas operações, Malone emitia *tracking stocks* de suas subsidiárias, que eram ações sem direito a voto, mas com direito econômico sobre o fluxo de caixa gerado pelas empresas. Em uma visão simplificada, são análogas às ações preferenciais frequentes na bolsa brasileira.

<sup>7</sup> A Nasdaq e a NYSE são as bolsas de valores em que negociam as principais empresas do mercado acionário americano.

<sup>8</sup> A Linx abriu seu capital na B3 no ano de 2013. Em 2019, realizou oferta subsequente de ações simultaneamente na B3 e na NYSE.

---

Ainda que entendamos o racional de algumas das listagens de subsidiárias que vêm sendo apresentadas ao mercado, não concordamos com grandes animações e principalmente com percepções de geração de valor decorrentes de tais movimentos. Nas ocasiões em que encontrarmos distorções importantes entre preço e valor motivadas por esses eventos, bem como expectativas que julgamos difíceis de serem concretizadas, gradualmente adicionaremos posições em nosso portfólio *short*.

---

### *Fat tails*

---

**“There is nothing so disturbing to one’s well-being and judgement as to see a friend get rich.”**

Charles Kindleberger

Quando investidores estão no processo de análise de uma oportunidade de alocação, há um esforço grande em definir qual é o cenário base. Esse cenário, geralmente, constitui o balizador a partir do qual se toma a principal decisão: comprar, não fazer nada ou vender. Dependendo do grau de profundidade que se almeja, o trabalho termina já nessa fase.

No entanto, investidores sofisticados sabem que o verdadeiro desafio reside em criar uma curva de probabilidades, que deve contemplar toda a distribuição de retornos potenciais do investimento analisado, incluindo o cenário base.

Ainda que não haja nenhuma novidade nesse preâmbulo, é interessante usá-lo para desenhar o que seria, na nossa visão, o atual formato dessa curva de retornos para o mercado acionário brasileiro. Ainda que corramos o risco de excesso de abstração nessa análise, achamos válido dividir com nossos cotistas as razões pelas quais essa distribuição de probabilidades atualmente apresenta um padrão pouco usual. Seguindo uma lógica visual, temos enxergado a curva de cenários com riscos de cauda gordos (“*fat tails*”) para os dois lados. Em uma linguagem direta, isso significaria dizer que existe a possibilidade de se investir em ações com risco elevado de dar muito errado, mas, ao mesmo tempo, existe um risco considerável de dar muito certo.

O contexto em que o investimento em ações pode trazer perdas elevadas parece fácil de construir. Ele estaria provavelmente ligado a um desarranjo macroeconômico proveniente do descontrole das contas públicas brasileiras, que levaria a aumentos substanciais dos prêmios de risco até culminar na receada dominância fiscal. Essa conjuntura poderia ter como gatilho uma recessão duradoura nos moldes “*90% Economy*”<sup>9</sup> ou uma eventual segunda grande onda do coronavírus, com desdobramentos no ambiente político e nas finanças públicas.

No cenário que entendemos como base, retoma-se, em linhas gerais, a situação que estávamos pré-COVID, descrita em nossas cartas anteriores. Com a economia partindo de um alto grau de ociosidade e a implantação de uma agenda pró-negócios e de reformas estruturais, o setor privado teria elementos para experimentar anos de bom crescimento à frente. O prosseguimento dessa agenda, em grande medida consensual entre formadores de opinião, também impediria qualquer descontrole fiscal e inflacionário.

Ao extrapolarmos a visão exposta no parágrafo acima, chegamos ao extremo positivo da curva. Nesse cenário, estaríamos apenas no estágio intermediário de uma tendência de apreciação muito vigorosa. Ao adicionarmos um elemento essencial (“novo paradigma”), sobre o qual falaremos em seguida, ela poderia inclusive resultar em euforia e culminar na criação de uma bolha de ativos financeiros. Uma boa inspiração para o entendimento dessa possibilidade é o trabalho dos economistas e historiadores Charles Kindleberger e Hyman Minsky. De forma simplificada, ao estudarem comportamentos de mercados que desenvolveram anatomias de bolhas financeiras, eles formularam um ciclo composto por cinco etapas, sendo elas:

---

<sup>9</sup> Capa da revista “The Economist”, em sua edição da semana de 2 a 8 de maio de 2020. A revista, em seu editorial, argumenta que, com a retomada da circulação de pessoas, a economia se recuperaria substancialmente em relação ao nível atingido durante o período de *lockdown* severo, porém ainda estaria bem longe de uma normalidade. Esse contexto geraria efeitos econômicos, sociais e políticos profundos.

Fase 1: *Displacement*;

Fase 2: *Boom*;

Fase 3: *Euphoria*;

Fase 4: *Profit taking*;

Fase 5: *Panic*.

Tentando trazer da teoria para a prática, a fase do *displacement* é caracterizada principalmente pela criação de um novo e poderoso paradigma. No nosso caso, esse paradigma seria o patamar atual dos juros na economia brasileira, sem precedentes na história.

Aqui, cabe destacar que, embora esse seja um fenômeno global, o Brasil ter sido o campeão mundial dos juros altos por décadas potencializa imensamente essa nova ideia. Além disso, o juro baixo é objetivo primordial do principal formulador de política econômica do país, simbolizado na declaração de que "o Brasil deixará de ser paraíso dos rentistas e inferno para empreendedores"<sup>10</sup>.

Nessa narrativa, a fase 2 – *boom* – seria aquela em que estávamos antes da crise de saúde e na qual podemos reentrar à medida que os agentes entendam que nos distanciamos do *tail risk* negativo descrito anteriormente, sobretudo o de uma segunda onda da pandemia. Nessa fase, uma característica marcante é o desempenho positivo dos mercados (*bull market* longo), suportado pelo ingresso maciço de novos participantes. De fato, têm-se observado há alguns trimestres entradas importantes de investidores “pessoa física” no mercado de ações brasileiro. Especialmente para esse investidor, a taxa de juros curtos da dívida pública federal (Selic) sempre foi seu maior custo de oportunidade, sendo o referencial que remunera grande parte de suas aplicações e *benchmark* a ser superado pelos gestores de recursos que contratam. O fato desse custo de oportunidade atualmente ter rendimento real negativo é emblemático para que o fluxo em direção a ativos de renda variável esteja surpreendendo de modo geral os agentes de mercado e, com isso, provocando novas dinâmicas na formação de preços.

Casado com tal movimento, e colaborando para colocar mais combustível, está o novo papel desempenhado pelas mídias sociais e plataformas diversas de negociação para esse grupo de investidores. A frase de Charles Kindleberger no começo desta seção é mais real no mundo atual, pois a internet amplifica de forma exponencial o número de amigos e vizinhos que ficam “ricos” com seus *day trades*, *swing trades*, seguindo o analista que acertou o movimento mais recente da bolsa ou as recomendações bem-sucedidas de uma nova corretora.

Tomando como base as experiências históricas, o *boom* é uma fase de duração longa. Hoje, em grande medida, os preços não estão distorcidos, ainda que alguns nichos apontem para sinais notórios de entusiasmo. Caso a agenda seja positiva e o passar do tempo indique a sustentabilidade do “novo paradigma” de juros baixos no Brasil, poderíamos entrar na fase de *euphoria*. Trata-se de uma etapa perigosa, na qual as pessoas esquecem os fundamentos, desencadeando uma apreciação significativa dos preços, que se descolam do valor intrínseco dos ativos.

Pensando na nossa realidade como gestores de recursos, a pandemia do coronavírus, em uma aparente antítese, engordou os dois cenários de cauda. Ao mesmo tempo em que causou retração de atividade econômica e crescimento do endividamento público sem precedentes, levou os juros básicos para patamares antes impensados. A principal consequência de existir uma curva nesse formato com *fat tails* é a tendência a se amplificar substancialmente a volatilidade dos mercados. De modo simples, quanto mais cai o mercado, maior a chance de estarmos indo na direção do risco de cauda negativo... e vice-versa. Aumenta a vontade de comprar quando o mercado sobe, e aumenta a vontade de vender quando a tendência se inverte. Diante desse desafio esquizofrênico, disciplina, foco, trabalho duro e experiência vão contar muito nos tempos à frente.

---

<sup>10</sup> Paulo Guedes, em 02 de janeiro de 2019, em sua posse como Ministro da Economia.



---

## Miscelânea

---

No ano de 2015, mesmo em meio à turbulência do segundo governo Dilma Rousseff e com as perspectivas de atividade econômica se deteriorando consecutivamente, vislumbrávamos ao menos uma oportunidade fantástica de investimento em nosso portfólio: Equatorial Energia.

Àquela época, a *utility* que hoje se tornou uma das maiores empresas do setor elétrico e xodó de alguns analistas de mercado passava despercebida do radar de muitos gestores. As principais vantagens competitivas da companhia – a cultura e a qualidade de gestão – eram relativamente desconhecidas até então. Com uma capitalização de mercado ao redor de R\$ 6 bilhões e a maior parte da geração de valor proveniente do *turnaround* da CELPA<sup>11</sup> ainda por se materializar, identificávamos um valor intrínseco superior ao dobro dos preços em vigor naquela época. Como a Equatorial apresentava alavancagem bem reduzida em seu balanço, também era um investimento de *downside* baixo, configurando um risco x retorno excepcional.

A avaliação acima levava em conta apenas os ativos existentes. Adicionalmente, havia sido feito um redesenho da estrutura da holding, ampliando o foco nas oportunidades de aquisições, e a conjuntura apontava para várias alocações de capital potenciais, que acabaram por se revelar extremamente significativas para a criação de valor desde então.

Diante de tal oportunidade, com nossos fundos próximos de sua alocação máxima prevista em um único ativo – 25% –, decidimos oferecer a nossos principais investidores institucionais um veículo exclusivo para que aumentassem sua exposição à tese, com prazo de iliquidez superior àquele vigente nas estratégias Long-Biased e Long-Only. Os sócios da Squadra acompanhariam esse investimento.

No primeiro semestre de 2019, passados aproximadamente três anos e meio desde a captação voltada exclusivamente a esse investimento, e com um retorno das ações EQTL3 em torno de 31% ao ano<sup>12</sup>, decidimos procurar nossos clientes para encerrar esses veículos. Naquele momento, explicamos nossa visão de que a ação seguia sendo um ótimo investimento dentro do nosso portfólio e com oportunidades adicionais de criação de valor. De fato, Equatorial continuava a ser a posição mais representativa dos fundos Squadra Long-Biased e Long-Only, condição que perdura até hoje. Por outro lado, devido à apreciação da ação e à menor disparidade entre nossa percepção e a avaliação do mercado, já não carregávamos a exposição máxima permitida nos fundos, o que tornava desnecessária para nossos investidores a existência da estratégia exclusiva.

Com o encerramento dos veículos voltados unicamente ao investimento em Equatorial Energia, nossos clientes puderam optar sobre como proceder com seus recursos. Alguns preferiram receber os montantes aplicados de volta, enquanto outros optaram por realocar aquela parcela do patrimônio para fundos geridos pela Squadra, aumentando seus investimentos nas estratégias Long-Biased ou Long-Only.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

No segundo trimestre de 2019, Marcos Gadelha nos comunicou seu desejo de se dedicar mais à família e, conseqüentemente, sua vontade de se afastar do dia a dia da Squadra ao final daquele ano. Como era de se esperar do Gadelha, ele estava decidido e se dedicou, por mais de seis meses, na transição de suas responsabilidades para outros sócios e colaboradores da nossa equipe. Marcos foi um dos nossos sócios fundadores e, desde o início, o nosso COO. Nas atividades que liderava, ele sempre contou com seu braço direito, também nosso sócio fundador, Luis Felipe Stern, para quem passou o bastão ao final de 2019.

Ao nosso Gadelha, só temos que agradecer pelos mais de 12 anos de dedicação à Squadra, pelo legado que deixou em nossa empresa e pelos ótimos momentos que vivemos juntos. Sejam quais forem os seus planos, Gadelha, te desejamos tudo de melhor!

---

<sup>11</sup> Distribuidora de energia do Estado do Pará, adquirida pela Equatorial em 2012.

<sup>12</sup> No mesmo período, o retorno anualizado do Ibovespa foi de 22% e o do IPCA+X%, *benchmark* utilizado no Squadra Long-Biased, de 11%.



Os dias vão transcorrendo e acabamos focando nas necessidades e desafios cotidianos, de forma que, às vezes, corremos o risco de perder a dimensão da tragédia que vivenciamos. Passamos de cento e dez mil óbitos em função da pandemia, apenas no Brasil e com diagnóstico de coronavírus confirmado. Somam-se a isso outras calamidades, como o aumento de desempregados e subempregados, além de pessoas afetadas por ruínas diversas.

Prestamos novamente nossos sentimentos e condolências àqueles que sofreram perdas na expectativa de termos melhores dias à frente.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Gostaríamos de agradecer aos senhores cotistas pela confiança de sempre. Pensamos e evoluímos a Squadra de modo a continuar a merecê-la. Estamos à disposição para maiores esclarecimentos em relação aos assuntos desta carta e quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra