

Carta 1º Semestre de 2022

12 de setembro de 2022

Prezados investidores,

Em nossa última carta, abordamos como enxergamos a gestão de risco inerente ao processo de investimento e não como uma disciplina apartada, exploramos como a inflação e os juros impactam os resultados das empresas e seus valores justos, e concluímos com um resumo do nosso portfólio.

Esta carta está dividida em 3 sessões. Primeiro, contextualizamos o desempenho recente dos mercados e do Fundo. Em seguida, explicamos como a estrutura de capital e a alocação de recursos de uma empresa podem aumentar o retorno e reduzir o risco do acionista. E concluímos com dois desinvestimentos por motivos distintos.

O Arbor Global Equities BRL ("Fundo") encerrou o primeiro semestre de 2022 com desvalorização de 30% no ano e rentabilidade acumulada de 280% desde o início¹, o que corresponde a uma rentabilidade anualizada de 17,5% a.a. desde março de 2014 – todos os retornos são líquidos de taxas. A rentabilidade atualizada do Fundo pode ser encontrada [em nosso site](#), com mais detalhes em nossa lâmina mensal.

O Fundo busca retornos absolutos que excedam o custo de oportunidade e que aumentem o poder de compra do cotista no longo prazo. O Fundo adota uma estratégia *long-only* 100% investido em ações, não utiliza de alavancagem, e não busca cronometrar o mercado. Fora isso, a exposição a moedas dos investimentos em empresas estrangeiras é neutralizada com hedge cambial.

Retrospecto

O primeiro semestre de 2022 foi um período desafiador. A preocupação com a inflação e a alta de juros desencadearam uma rápida e acentuada correção de preços nos mercados. Os índices de bolsa como o MSCI World, S&P 500 e Nasdaq caíram 20%, 20% e 29% respectivamente.

Como destacamos em atualizações anteriores, as melhores relações de risco e retorno que encontrávamos estavam nos negócios mais resilientes do nosso portfólio – empresas monopolistas (ou oligopolistas) com tendências seculares de crescimento. Com essa leitura,

¹ Início em 20 de março de 2014 como Clube de Investimentos Arbor e convertido em fundo em 23 de março de 2015 - a rentabilidade acumulada desde o início do fundo é de 216,8%.

concentramos nossos investimentos em empresas como Microsoft, Alphabet e Amazon. Mas embora esta mudança tenha reduzido a *duration*, o Fundo não passou ileso e se desvalorizou 30% no semestre – tal como as ações dessas empresas que caíram 24%, 25% e 36% respectivamente.

A queda indiscriminada de preços é coerente com a alta de juros, que exerce uma força de reprecificação em todos os ativos – evidenciada pela performance dos bonds de 20 anos do Tesouro americano² que também depreciaram 22% no período. Contudo, algumas empresas já contavam com *valuations* atrativos antes da correção, mesmo para um ambiente de juros estruturais possivelmente mais altos. A queda recente, portanto, alarga ainda a mais a margem de segurança desses investimentos.

Negócios duráveis, que sustentam alto retorno sobre o capital e com dinâmicas próprias de crescimento, oferecem baixo risco operacional e são capazes de compor o valor intrínseco ao longo tempo. Ações de empresas com essas qualidades deveriam ser arbitradas pelo mercado e o retorno do investimento convergir ao custo de oportunidade. Mas hoje, observamos retornos implícitos superiores a 20% a.a. em ações de algumas empresas com essas raras qualidades.

Essas assimetrias eventualmente serão corrigidas, mas não sabemos em quanto tempo. Por isso, preferimos concentrar nossos investimentos em empresas que geram fluxo de caixa livre previsível e crescente e que realizam *buybacks* (recompras de ações), pois se o desconto permanecer por um período prolongado seremos recompensados com uma redução mais significativa da base de ações.

Engenharia financeira e alocação de recursos

A estrutura de capital de uma empresa exerce um papel importante para o retorno dos acionistas. Balanços mais alavancados propulsionam o resultado, enquanto balanços mais conservadores trazem segurança.

Ativos previsíveis conseguem suportar balanços mais agressivos, por isso é comum na indústria de *private equity* utilizar dívida para financiar uma aquisição de uma empresa geradora de caixa. Nessas operações alavancadas, conhecidas como *leveraged buyout* (LBO), parte relevante do retorno do acionista vem da estrutura de capital ao invés da valorização do ativo. Por exemplo, um ativo hipotético que é adquirido por \$10 milhões e revendido por \$12 milhões, retorna 20% ao acionista em uma estrutura apenas com *equity* (\$2M de lucro sobre \$10M investidos), enquanto em uma estrutura com 80% de dívida o retorno seria de 100% (os mesmos \$2M de lucro sobre \$2M investidos)³.

² iShares 20+ Year Treasury Bond ETF

³ Para facilitar este exemplo não consideramos a geração de caixa nem as despesas financeiras.

Já na indústria de *venture capital*, como os investimentos são realizados em startups que costumam queimar caixa para suportar um ritmo de crescimento acelerado, a forma mais comum de financiamento é a emissão de novas ações⁴. Nesses casos, a diluição da base acionária faz com que o retorno do acionista seja inferior ao crescimento da capitalização de mercado. Por exemplo, uma startup que capta \$2 milhões em oferta primária de *seed money* ao *valuation* de \$5 milhões e é reavaliada a \$10 milhões na próxima rodada, rende 43% para os investidores iniciais enquanto o valor da empresa dobra⁵.

A estrutura de capital ideal, portanto, depende do modelo de negócio e do estágio da companhia. Da mesma forma, as decisões de alocação de recursos também estão sujeitas a esses fatores e podem tomar 3 destinos: (i) manutenção; (ii) crescimento; e (iii) retornar capital. O primeiro destino é o capital reinvestido no negócio para que a operação continue do mesmo tamanho. O segundo pode ter a forma orgânica (como a abertura de novas lojas) ou inorgânica (fusões e aquisições de ativos). E o terceiro destino retorna capital aos acionistas por dividendos ou recompra de ações.

Como empresas listadas em bolsa possuem ações líquidas, é comum que a engenharia financeira e a alocação de capital sejam mais endereçadas com recompras de ações e com a bonificação funcionários com ações do que em mercados privados.

A bonificação com ações substitui a bonificação em dinheiro, mas como não há saída de caixa da empresa, na prática, é também uma forma de financiamento⁶. Empresas de tecnologia regularmente utilizam deste mecanismo, portanto, apesar de ajudar na posição de caixa da empresa o efeito dilutivo é recorrente.

Já uma abordagem sistemática de recompras de ações é uma forma de retornar capital ao acionista semelhante a uma política de pagamento de dividendos. As principais diferenças são que os dividendos são tributados (Brasil é uma exceção) e é o acionista quem define onde realocar os recursos, enquanto com o *buyback* a empresa tomou a decisão deliberada de reinvestir nela mesma.

O efeito do *buyback* seria linear se as ações negociassem a múltiplos de lucro constantes. Mas as ações flutuam e variam de *valuation*, e o retorno do investidor é amplificado por *buybacks* quando as ações da empresa estão baratas. Por isso, em momentos de incerteza, empresas que adotam essa prática são ainda mais atrativas como investimento. Principalmente as que possuem balanços conservadores e pretendem otimizar a estrutura de capital em um momento oportuno.

Hoje, essa lógica é central em nosso portfólio e colabora para que o tempo esteja a nosso favor.

⁴ Ou instrumentos semelhantes como debêntures conversíveis.

⁵ Na rodada *seed*, o *valuation* pre-money era de \$5 milhões, mas o post-money de \$7 milhões.

⁶ A bonificação com ações também aumenta o alinhamento do funcionário com os resultados de longo-prazo da empresa.

“The math of repurchases grinds away slowly but can be powerful over time. The process offers a simple way for investors to own an ever-expanding portion of exceptional businesses. And as a sultry Mae West assured us: Too much of a good thing can be... wonderful.”

Warren Buffett – Berkshire Hathaway 2020 Annual Report

Desinvestimentos

Neste semestre, desinvestimos de Meta (Facebook) e Sea Ltd.

No caso da Meta, o negócio se demonstrou menos resiliente do que julgamos e a alocação de capital seguiu uma direção dúbia. O rápido sucesso do TikTok em várias faixas etárias e as mudanças de privacidade impostas pela Apple mudam a estrutura de mercado e comprometem a rentabilidade da empresa. Apesar da ação parecer barata por múltiplo de lucro, não temos conforto com a trajetória dos seus fundamentos. Com maior clareza podemos reconsiderar o investimento, mas hoje preferimos acompanhar de fora.

Já a Sea Ltd. foi o melhor investimento do Fundo com valorização de quase 15x o capital em 4 anos. Investimos pela primeira vez em 2018 a \$11 por ação e vendemos a um preço médio de \$157. Investimos de forma ativa 5% do PL e limitamos a exposição a 10%, vendendo a posição sempre que ela se valorizava além desse patamar (para ações de empresas com fluxos de caixa previsíveis limitamos a exposição em 20%).

Saímos do investimento por uma decisão de risco e retorno relativo. Hoje vemos o retorno da Sea parecido com o de outras posições do portfólio, mas com uma dispersão de cenários muito mais ampla. Empresas que só vão gerar caixa no futuro demandam um prêmio de retorno relevante para as que crescem gerando caixa.

Notas finais

Objetivo, Estratégia e Volatilidade:

O objetivo do Fundo é entregar retornos acima da média no longo-prazo e mitigar a perda permanente de capital.

Entendemos que a melhor forma de cumprir esse objetivo é investindo em um conjunto de companhias com excelentes modelos de negócios, em tendências inevitáveis e adquiridas a preços atrativos.

Essa estratégia, entretanto, está exposta a volatilidade. Correções de preço são naturais e não buscamos suavizar o percurso cronometrando o mercado – uma prática que entendemos como detratora de foco e de performance.

Agradecemos a confiança,

Equipe Arbor

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Arbor Gestão de Recursos Ltda. e tem como único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada. As informações aqui contidas são de caráter exclusivamente informativo, não constituindo recomendação, oferta de venda de fundos ou análise de investimento, e não se destina à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, com especial atenção às cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como aos aspectos de risco relacionados ao investimento. Investidores devem consultar profissionais especializados para análise específica e personalizada antes de tomarem decisões sobre produtos, serviços e investimentos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Fundos de investimento em ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os respectivos riscos decorrentes desse cenário. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Este material apresenta projeções, opiniões e portfólios. As conclusões trazidas neste material se baseiam em premissas históricas. Ainda que a Arbor Gestão de Recursos acredite que essas premissas sejam razoáveis, e factíveis, não pode assegurar que sejam válidas em condições reais de mercado.