

Sobre Ciclos e a Equitas

Nessa primeira carta após um ano de interrupção do envio dos nossos comentários mensais gostaríamos de expor nossa visão sobre os ciclos pelos quais passamos, bem como, nossas expectativas para os que se iniciam. Na primeira parte deste texto, que serve de pano de fundo para a sequência da nossa narrativa, apresentaremos resumidamente a evolução do nosso pensamento em relação aos desenvolvimentos dos ciclos econômico e político aos quais estamos expostos. Em seguida, daremos ênfase a trajetória da Equitas e como nos situamos e enxergamos o futuro.

O Ciclo Político

O ano de 2016 marcou o fim de um ciclo populista que dominou a cena nacional por 13 anos. O governo do PT cumpriu este roteiro em suas várias fases quase que à risca, o que em determinado ponto tornou o seu fim bastante previsível. Por mais que o timing e a sequência de eventos que levaram à queda da ex-presidente Dilma Rousseff tenham sido impossíveis de antecipar, a proximidade da inflexão no ciclo político brasileiro era algo que nos parecia bastante claro já em 2015. Nossa aventura populista recente começou em 2003 com a eleição de um líder carismático que, ao assumir o poder sob desconfiança dos agentes econômicos, implementou um receituário ortodoxo na condução da política econômica mantendo uma combinação de disciplina fiscal e um Banco Central isolado de pressões políticas, conduzindo a política monetária de forma crível. No segundo mandato do ex-presidente Lula, após experimentar um período de crescimento econômico vigoroso, passou a ser possível e tentador flexibilizar as variáveis dessa equação que não pertenciam ao receituário populista tradicional, como é o caso da disciplina fiscal.

Já no governo Dilma, quando o nível de atividade econômica começou a dar sinais de fraqueza, a ex-presidente implementou com força o receituário populista na condução da economia na tentativa de manter o nível de atividade em patamares que, diante das circunstâncias, se mostravam insustentáveis. Em seguida, os efeitos da indisciplina fiscal e monetária se manifestaram sob forma de um rápido aumento do endividamento público e descontrole inflacionário e as medidas adotadas pela ex-presidente na condução da economia começavam a produzir resultados catastróficos sobre os mecanismos de mercado. A ex-presidente se viu em 2014, sob risco de não obter a renovação de seu mandato nas eleições que se aproximavam. Acuada, apelou para sua formação Leninista e lançou mão de um conjunto de táticas de comunicação agressivo que através da exaltação da divisão da população em grupos antagônicos, propiciou o diversionismo necessário para que ela obtivesse nas urnas uma

vitória bastante apertada. No início de seu segundo mandato em 2015, tendo optado pelo caminho do rompimento de qualquer possibilidade de diálogo e composição com seus opositores, a ex-presidente cometeu o que na época entendíamos como sendo o seu “suicídio político” e que marcaria o fim de um ciclo populista. Por mais que este fosse o caminho correto a seguir, a tentativa de promover uma mudança de direção na condução da economia, adotando o receituário ortodoxo que havia demonizado em sua campanha, teria efeitos recessivos intensos no curto prazo e deixaria seu partido “sem bandeira” para as eleições seguintes, o que corroeria ainda mais o núcleo de sua já fragilizada base de apoio parlamentar. Entendemos a queda da ex-presidente como consequência deste pano de fundo.

Apesar da previsibilidade do fim do ciclo populista, a sequência de eventos observados em 2016 foi algo que não prevíamos nem nos nossos sonhos mais otimistas. Em que pesem todos os riscos associados aos possíveis impactos da Operação Lava Jato sobre o quadro político atual e as incertezas quanto às eleições de 2018, na nossa visão, as condições para o início de um ciclo liberal duradouro dificilmente poderiam ser mais favoráveis. Um presidente com o diagnóstico correto da situação, determinado a levar adiante reformas estruturais vistas como “impopulares”, com mandato curto, sem a “obrigação” de buscar a reeleição e com ampla base de apoio parlamentar, parece ser uma combinação bastante promissora. Mesmo sob o ponto de vista das características pessoais do presidente, o que pode lhe faltar em carisma e capacidade de comunicação com as massas, tornando-o um fraco candidato em eleições majoritárias, sobra-lhe em capacidade de articulação política. Tal característica tem sido fundamental na condução do diálogo com parlamentares para a obtenção da aprovação de mudanças constitucionais essenciais. No caso da PEC dos gastos, que promove uma alteração profunda no processo de confecção orçamentária da União, o tempo total de tramitação no Congresso foi de exatos 6 meses contra uma média de aproximadamente 20 meses para PECs nos governos FHC, Lula e Dilma. A tão controversa reforma da Previdência proposta pelo governo Temer teve seu início de tramitação com a aprovação de sua admissibilidade pela Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados em menos de 10 dias, vencendo uma etapa no processo cujo prazo médio histórico é de 4 meses.

Entre os pontos que vemos com mais otimismo em relação ao atual governo está a qualidade de sua equipe formada para execução e formulação de políticas econômicas. Na nossa atividade de analistas de empresas, costumamos dar enorme importância ao fator humano que impacta a performance das companhias nas quais investimos. A atuação de um management competente é capaz de fazer toda a diferença para criação de valor ao longo do tempo. No caso da equipe econômica atual, é difícil

imaginar a composição de um time melhor estruturado com indivíduos altamente experientes e competentes nas áreas de suas especialidades. Além da qualidade técnica dos indivíduos, em todos os contatos que mantivemos com membros da nova equipe tivemos a impressão de um grande alinhamento de objetivos e coordenação de ações, algo particularmente necessário para romper os entraves burocráticos impostos pela máquina estatal e totalmente inexistentes no governo anterior. Acreditamos que o contraste da qualidade e competência dos indivíduos desta equipe em comparação ao governo anterior é algo que será percebido até pelas grandes massas. Esses elementos reforçam a nossa percepção de que superamos a inflexão no ciclo político e de que vivemos o início de um ciclo liberal.

As eleições de 2018 não podem alterar significativamente esse quadro?

Não pretendemos nos aventurar no terreno pantanoso das previsões sobre processos eleitorais. Enxergamos nas eleições de 2018 um ponto óbvio de risco para a continuidade dos avanços iniciados em 2016 e o acompanhamento cuidadoso dos eventos no cenário político até lá, continuará ocupando a atenção de qualquer um envolvido com atividade de investimentos no país. Ainda assim, nos dá conforto a observação de que está em curso uma mudança de foco em relação aos temas valorizados por uma parte expressiva da população. Ideias liberais, que até pouco tempo não encontravam muita aderência fora do círculo que compõe uma pequena elite paulista e carioca vinculada ao mercado financeiro, passaram a frequentar veículos de mídia de massa e a fazer parte de debates mais amplos na sociedade. Temas que foram por muito tempo taxados como sendo de interesse apenas de uma elite, antiquada e reacionária, em busca da defesa de seus próprios interesses em detrimento do bem social, passaram a ser propagados e defendidos com força e eloquência por grupos de jovens de classe-média como o MBL. A palavra “privatização”, que após anos de campanhas do PT havia sido vinculada no entendimento popular à ideia de “usurpação”, voltou a ser usada como bandeira de campanha por candidatos em eleições majoritárias. De certa forma, o resultado das eleições municipais de 2016 confirma esta tendência. O desempenho em 2017 dos prefeitos que se elegeram a partir de bandeiras liberais poderá fortalecer ainda mais estes valores. O desenrolar do ciclo econômico de curto prazo, que aponta para um ano eleitoral em 2018 com inflação próxima da meta, juros em patamares muito inferiores aos atuais e algum grau de crescimento econômico, deve reforçar essa tendência e favorecer o candidato que consiga se projetar como defensor das políticas econômicas atuais. Sempre será teoricamente possível que a partir do surgimento de um personagem carismático com um discurso populista, a eleição de 2018 marque uma reviravolta do quadro político atual. Além disso, a evolução da Operação Lava Jato torna ainda mais difícil a identificação de possíveis candidatos com tanta

antecedência. No entanto, nos parece que o palco está sendo configurado de forma a dar grande vantagem a um candidato que defenda ideias liberais, que consiga canalizar o sentimento anti-PT, ainda vivo, e não tenha sido abatido pela Operação Lava Jato.

O Ciclo Econômico

Apesar desta importante mudança de direção no ciclo político, a inflexão no ciclo econômico não se manifestou de forma clara em 2016. Houve uma sensível melhora de alguns indicadores antecedentes e a estabilização de dados sequenciais, porém o nível de atividade econômica permaneceu extremamente deprimido. Acreditávamos que seria possível observar um início de retomada no começo do último trimestre de 2016, mas a magnitude do estrago e o desarranjo causados por anos de interferência acintosa sobre os mecanismos de mercado apontam para um processo de recuperação mais lento e penoso. A contrapartida positiva no *front* econômico foi o início de um processo de queda acelerada da inflação, que juntamente com a reancoragem das expectativas sobre os índices futuros, abriu espaço para o Banco Central iniciar um ciclo de afrouxamento monetário que pode se estender até 2018. Mesmo que a atividade econômica tenha demorado mais do que esperávamos para reagir, uma série de indicadores antecedentes acumulados entre dezembro de 2016 e janeiro de 2017 (ex: produção de papelão para embalagens, produção industrial, consumo de energia elétrica, movimentação nas estradas, índices de confiança do consumidor e do empresariado, recomposição de estoques de aço na cadeia, crédito, procura por imóveis nas incorporadoras, aumento da demanda por produtos de ciclo curto em fabricantes de bens de capital como a WEG) sugerem que o ponto de inflexão no ciclo econômico talvez já tenha sido atingido. Neste momento de início de retomada, o setor agrícola deve fornecer um impulso extra à atividade econômica no interior do país, em função da expectativa de uma safra recorde de soja e milho que começa a ser colhida no Centro-Sul, podendo representar um aumento de renda real de 16% nesta atividade em relação a 2016, cuja safra sofreu os efeitos do fenômeno El Niño.

E como tudo isso pode impactar o nosso universo de investimento em renda variável?

Sem a pretensão de tentar definir *timings* e adivinhar trajetórias, acreditamos que o alinhamento dos ciclos político e econômico que se desenha é bastante favorável. Neste momento, a continuidade da perseguição de uma agenda de reformas estruturais e redução de distorções históricas, tais como a atuação do BNDES, abrem espaço para embarcarmos numa trajetória de normalização de taxas de juros de equilíbrio em direção a patamares civilizados e de reconstrução de uma curva longa de juros pré-fixados em Reais. Este é um processo que, além de criar condições estruturais para o aumento de

investimentos de longo prazo pela iniciativa privada, terá um grande impacto positivo sobre a precificação dos ativos de risco no Brasil. Sobrepondo-se a isto, a inflexão do ciclo econômico, de natureza mais curta, deve levar a um aumento gradual da atividade ao longo de 2017, o que neste momento tende a impactar de forma desproporcional o lucro das companhias.

Na nossa atividade rotineira, podemos observar que o profundo desaquecimento econômico recente levou a tentativa de preservação de rentabilidade através da busca por aumentos de eficiência por parte das companhias que acompanhamos. Quase todas elas implementaram algum tipo de iniciativa de corte de custos e aumento de produtividade, sendo que algumas passaram por processos profundos de reestruturação que levaram inclusive ao aperfeiçoamento de práticas de governança. As companhias cujas iniciativas de ganho de eficiência não foram motivo de destaque no período recente são, de forma geral, aquelas que já contavam com uma cultura de busca contínua pelo aumento de produtividade e, por isso, estavam melhor equipadas para enfrentar o ciclo desfavorável e sentiram muito menos os efeitos da deterioração do cenário macroeconômico.

A crise recente serviu também para, na maioria dos casos, aumentar a concentração, ampliar a fatia de mercado e os diferenciais competitivos das companhias líderes em seus segmentos. Há algum tempo, ouvimos de um empresário próximo uma visão bastante simplista mas que exprime bem a dinâmica recente. Ele costumava dizer que enxergava o ambiente concorrencial do seu setor como uma fila de companhias enfileiradas em direção a um abismo e, que de tempos em tempos, essa fila recebia um empurrão pra frente. Segundo este empresário, sua única preocupação era garantir que o posicionamento da sua companhia fosse sempre de “último da fila”. A forte recessão que o país vive foi um enorme empurrão que jogou muitos *players* em direção ao abismo e deixou outros pendurados. Com a retomada da atividade econômica, mesmo de forma bastante gradual, as companhias que conseguirem sair desse período desafiador com posição financeira saudável e posicionamento de mercado fortalecido, provavelmente enfrentarão ambientes concorrenciais favoráveis com oportunidades de crescimento e expansão de rentabilidade.

A combinação de estruturas mais eficientes com grande alavancagem operacional e um ambiente competitivo promissor deve levar a uma forte expansão de lucros por parte de muitas companhias no nosso universo de análise. **Nas companhias do nosso portfólio, vemos potencial de crescimento de lucros de 25% médio ao ano para os próximos 3 anos.** Ainda que o crescimento potencial de lucros esteja refletido parcialmente nas expectativas de analistas de mercado, sua materialização deverá

impulsionar a valorização das ações dessas companhias. Adiciona-se a isto a possível queda do custo de capital seguindo o movimento de potencial queda das taxas de juros de longo prazo e o resultado é um enorme potencial de valorização para investidores de médio e longo prazo.

Como o cenário externo poderia alterar este quadro?

A evolução dos acontecimentos e do debate político em muitas das economias centrais sugere um fortalecimento de líderes com discurso xenofóbico e nacionalista. Em que pese toda a histeria da mídia liberal americana e seu viés em amplificar e caricaturar a personalidade histriônica de Donald Trump, a disputa presidencial americana nos parece o exemplo mais impactante até o momento. Somente a partir da posse de Trump, neste início de 2017, é que o mundo começa a visualizar de que forma esta tendência deverá impactar a trajetória da economia mundial e seus preços relativos. No momento, parece certo que os Estados Unidos caminham na direção de reduzir sua participação no comércio internacional, de renegociar acordos comerciais e, possivelmente, de fomentar crescimento econômico através de estímulo fiscal e do aumento de investimento em infraestrutura. Com a economia americana rodando próxima ao pleno-emprego, o resultado que nos parece mais provável é um impulso econômico momentâneo, o aumento da inflação e das taxas de juros. O impacto dessas políticas sobre a produtividade total dos fatores de produção é bastante incerto. Deixando de lado interpretações sobre retórica usada pelo novo presidente americano, alguns dos seus primeiros atos, como a liberação da construção de dois oleodutos que haviam sido barrados no governo Obama, nos parecem apontar na direção de uma abordagem mais pragmática no tratamento de questões que podem ter impacto direto sobre a economia americana. A intensidade com que medidas serão tomadas e suas consequências, ainda são um enorme ponto de interrogação. Até o momento, a única certeza que temos é de que o governo Trump renderá uma farta produção de material para os humoristas e apresentadores de *talk-shows*.

Se realmente o resultado das políticas de Trump for um aumento significativo dos juros de longo prazo nos EUA, poderá se formar um cenário menos favorável para preços de commodities, para moedas de países emergentes e para países mais vulneráveis aos fluxos de capitais externos. Este aumento reduziria o “espaço” que os juros no Brasil teriam pra cair em um movimento de convergência para parâmetros internacionais. De qualquer forma, em função do nosso ponto de partida ser tão elevado, acreditamos que mesmo contando com taxas de juros nos EUA mais próximas dos patamares históricos (pré-crise de 2008), ainda haverá grande oportunidade para queda da nossa curva de juros de longo

prazo com a evolução da agenda de reformas domésticas. Em outras palavras, vai depender muito mais de nós do que deles.

Em relação aos possíveis efeitos da onda protecionista sobre o comércio internacional e o crescimento global, vemos um cenário de alguns riscos que pode acabar se revelando também de muitas oportunidades para o Brasil. Durante quase duas décadas em que o movimento de globalização se intensificou, acordos comerciais foram estabelecidos, zonas de livre comércio foram criadas e cadeias de produção foram integradas, o Brasil se manteve como uma das economias mais fechadas do mundo. A partir de 2010, o mundo passou por uma proliferação de acordos bilaterais de comércio, em que o número de acordos vigentes saltou de 255 para 352. O Brasil, em função de uma aposta na evolução de acordos multilaterais, que se provou equivocada, se manteve à margem deste processo. Em 2016, a somatória das nossas importações e exportações foi de 18,8% do PIB, contra uma média de 60% do PIB entre países emergentes e 38% do PIB nos países emergentes da América Latina. Com isso, o Brasil é hoje o país mais fechado entre as economias emergentes e foi apontado em 2015 pela Câmara de Comércio Mundial como o país mais fechado entre as economias do G20. A orientação da nossa política externa por muitos anos foi voltada a amealhar aliados que dessem suporte ao objetivo pueril de garantir ao Brasil um assento no conselho de segurança da ONU. No momento atual, em que acordos comerciais são renegociados e parcerias internacionais são redefinidas, o Brasil pode tirar enorme proveito da reorientação da nossa política externa, que no novo governo parece perseguir objetivos mais prosaicos e pragmáticos, como o de ampliar mercado para nossos produtos. O recente discurso da primeira-ministra britânica Theresa May em reunião do Fórum Econômico Mundial em Davos evidencia esta oportunidade. No discurso em que delineava quais seriam as posições do Reino Unido em relação ao comércio internacional no *post-Brexit*, Theresa May se disse satisfeita por países como o Brasil terem expressado interesse em estabelecer acordos comerciais com o seu país.

Onde estamos?

Em resumo, pela primeira vez em muitos anos, enxergamos um ambiente onde é possível traçarmos um cenário bastante promissor para a renda variável no Brasil a partir da evolução de ciclos que recentemente passaram por uma inflexão e, que por estarem em sua fase inicial, podem se estender por períodos relativamente longos. Isto não quer dizer que não existam riscos que mereçam ser monitorados cuidadosamente. A possibilidade de: (i) consequências da Operação Lava Jato levarem à desestabilização do governo Temer afetando sua capacidade de levar adiante sua agenda de reformas;

e (ii) as políticas de Donald Trump levarem a um aumento expressivo de risco no cenário geopolítico, são os exemplos mais vivos de alguns riscos que podem impactar materialmente o desenrolar de um cenário favorável para nossos investimentos. De qualquer forma, acreditamos que a grande atenção que estes pontos de risco têm recebido dos participantes do mercado, torna o ambiente de investimento mais saudável. É nesses momentos de “clareza” de cenário que os sentimentos de euforia acabam levando a sobrevalorização dos ativos, tornando-os altamente vulneráveis aos riscos não mapeados, mas sempre presentes.

A essa altura o leitor já deve ter notado que enxergamos ciclos em quase todas as trajetórias que observamos. Desconfiamos muito de expectativas que são baseadas na continuidade indefinida de trajetórias aparentemente unidirecionais, algo bastante comum entre investidores e analistas, e que está por trás da constante oscilação entre momentos de euforia e depressão. Esta é a estrutura básica de pensamento que adotamos nos nossos processos de análise de cenários, indústrias e empresas. Traduzindo para o nosso dia-a-dia de analisar empresas em busca de boas oportunidades de investimento, nosso foco está sempre voltado a identificar e entender como cada um dos elementos que contribuem para a geração de valor de uma companhia estão situados sob uma perspectiva cíclica. Sim, todos esses elementos têm um padrão cíclico, cabendo ao analista diligente entendê-los. Alguns desses possíveis elementos, tais como: (i) ciclo econômico favorável; (ii) CEO ou grupo de executivos brilhantes; (iii) ativos de produção modernos e eficientes; ou (iv) portfólio de produtos vencedor, são alguns exemplos de fatores cujo ciclo tende a ser curto, mas que podem levar a uma forte geração de valor momentânea enquanto estão em andamento. Normalmente, a duração do impacto desses fatores sobre o resultado das companhias tende a ser superestimado. Alguns dos possíveis fatores de geração de valor estão sujeitos a ciclos mais longos, tais como: (i) mudanças demográficas; (ii) o poder de uma marca cativar um determinado grupo de consumidores; (iii) estrutura de distribuição que ofereça vantagem no acesso a consumidores; (iv) escala que permita uma vantagem de custo. Mesmo assim, mudanças de hábitos de consumo, rupturas tecnológicas e o surgimento de novos competidores tendem a desafiar a continuidade desses ciclos mais duradouros. Por isso, são raros os exemplos de companhias que apresentam continuidade de desempenho destacado por mais de uma ou duas décadas. Nesta minoria, o que normalmente se encontra em comum é a presença de uma cultura corporativa de eficiência e excelência, que leva a organização à uma busca constante e obstinada por fortalecer seus diferenciais e, assim, ampliar a duração dos ciclos que a beneficiam. Também se preocupam em identificar e se preparar para os ciclos futuros que podem alterar a composição de elementos que dão

suporte à sua capacidade de gerar valor. São estes os exemplos que usamos como *benchmark* para as nossas escolhas de portfólio bem como para nossas decisões empresariais.

A Equitas

Tendo situado o leitor em relação a como enxergamos o cenário no qual nos inserimos, apresentamos na sequência uma reflexão sobre a trajetória da Equitas até o momento, nossos planos e desafios futuros.

2016 foi um ano muito importante na nossa história. A Equitas completou uma década como gestora de fundos de investimento e iniciou um novo ciclo. Encaramos grandes desafios, começamos a colher frutos de decisões passadas e, acima de tudo, solidificamos nossa convicção de que, pouco a pouco, construímos bases sólidas para um caminho próspero e longo pela frente.

Há dez anos, de uma forma incomum, demos início à nossa trajetória como gestores. Partimos da convicção de que nossa bagagem profissional e acadêmica e alguns conhecimentos específicos nos colocavam em posição vantajosa para navegar num ambiente de investimentos que, naquele momento, ganhava corpo baseado no crescimento da economia brasileira e no desenvolvimento do mercado de capitais. Com o benefício da análise *ex-post*, hoje, quando olhamos para trás, temos a percepção de que além da convicção sobre os nossos diferenciais analíticos e competitivos, fomos motivados também por um viés otimista sobre nossas chances de sucesso e um grau de ignorância sobre os desafios que iríamos encarar - elementos comumente presentes no processo decisório de empreendedores. Diferentemente de muitos dos nossos pares de mercado, não vínhamos de outras *assets*, não contávamos com experiências prévias em gestão de recursos, nem com o apoio de tutores experientes nessa atividade. Apesar da nossa busca intensa por referências na literatura e nos exemplos à nossa volta, não tínhamos exemplos próximos que nos dessem o “caminho das pedras”. Portanto, os primeiros anos acabaram sendo de muita tentativa e erro. Isso se verificou tanto na nossa atividade fim, quanto em decisões para o desenvolvimento da gestora e para a estruturação de um ambiente propício para o contínuo desempenho destacado da atividade de investimento a qual nos propusemos.

Mesmo sem essa experiência prévia, em muitas questões e tomadas de decisões, conseguimos rapidamente efetuar ajustes de rota que nos colocaram no caminho correto. Em outras, de caráter mais estrutural e de difícil alteração, as consequências de decisões iniciais, que se provaram equivocadas, acabaram tendo efeitos sobre nossa atividade por um período bastante prolongado. Este

período inicial da nossa curva de aprendizado foi marcado pela proliferação de iniciativas e gasto excessivo de tempo e energia em mudanças de curso e em atividades que contribuiriam pouco com nosso desenvolvimento de longo prazo. Mesmo assim, foi nesse período que passamos pelo processo de formação do núcleo de uma equipe que se uniria para uma trajetória de longo prazo, solidificamos juntos um entendimento sobre nossos diferenciais e de como traduzi-los em um processo de investimento sólido e eficiente. Foi ao longo desse período também, que de forma quase que espontânea, sem o apoio de um plano mestre, iniciamos o forjamento de uma cultura própria, que hoje vemos como alicerce para o desenvolvimento da equipe e da empresa. Neste processo, foi ficando claro ao longo do tempo que algumas decisões de caráter estrutural que havíamos tomado no nosso período de constituição, sobre estrutura societária, regras de governança interna, foco e formação de base de investidores, acabariam se tornando obstáculos para o nosso desenvolvimento.

Sobre formação de base de investidores, por exemplo, tínhamos a percepção de que seria importante tentar construir aos poucos e, desde o início, uma base que entendesse nossa estratégia de investimento, confiasse na nossa capacidade de gestão e estivesse alinhada ao nosso horizonte de investimento. Mesmo assim, tínhamos o receio de que por não termos apoiados em referências do mercado, poderíamos levar muito tempo para formar uma base tão qualificada e alinhada à nós. Acreditávamos também que seria importante para o nosso desenvolvimento poder provar nossa capacidade de gerir volumes expressivos de recursos. Por isso, acabamos optando por ampliar o foco de captação para abranger todos os *pools* de recursos ao nosso alcance. Contando com o desempenho bastante destacado dos nossos fundos, acabamos atraindo uma base de investidores heterogênea, com um percentual alto daqueles que valorizam desproporcionalmente a performance obtida no período recente. Passamos a ser comemorados por gente encantada pela nossa performance, mas que se mostrava pouco preocupada em entender o que fazíamos. Apesar do desconforto com aquela situação que julgávamos anormal, a combinação de (i) uma pressão autoimposta por nos mantermos “na crista da onda” e atender expectativas pouco realistas, (ii) falta de disciplina, e (iii) a difusão de um certo grau de excesso de confiança, resultou numa deterioração significativa da qualidade das nossas decisões de investimento entre o final de 2012 e 2014. Passamos por um período de ansiedade na busca por boas oportunidades de investimento, que na época já não se mostravam tão abundantes, ampliamos nosso universo de interesse em detrimento de profundidade de análise, encurtamos nosso horizonte de investimento e aumentamos o giro do nosso portfólio pulando de galho em galho. Acabamos “baixando a barra” na seleção de investimentos e incorrendo em riscos atípicos. O resultado

se materializou num desempenho temporariamente medíocre - equivalente aos de índices de ações que também iam mal - e na frustração de expectativas.

O crescimento sobre uma base frágil acabou nos permitindo investir em infraestrutura (sistemas de risco e de apoio à gestão) e no desenvolvimento da equipe, mas nos trouxe instabilidade num momento em que nossa performance deixou de ser brilhante. Essa instabilidade acabou por prejudicar justamente nossa base de investidores mais valiosa e qualificada, que nos conhece e acompanha de perto e que entende a fragilidade de uma relação baseada exclusivamente em performance. Desde então, temos passado por um processo constante de análise das nossas experiências e revisão de todos os aspectos da nossa atividade, que podem, sob determinadas condições, influir na qualidade das análises que produzimos e das decisões que tomamos. Nesse sentido, ao longo de 2015 tomamos uma série de decisões de difícil implementação e de impacto estrutural relevante, tais como a interrupção da gestão de fundos *long-short*, redefinição da estrutura societária e de regras de governança interna. Esse conjunto de ações teve como objetivo a preservação e valorização do núcleo de gestão que foi responsável pela construção do nosso histórico de performance, garantindo a ele foco de atuação, alinhamento de horizonte de investimento com nossa base de investidores e alinhamento de interesses de longo prazo.

A essa altura, com o benefício do acúmulo de 10 anos de experiência e de termos “sentido na pele” juntos as consequências de decisões certas e erradas, solidificamos um conjunto de convicções e de algumas questões em aberto que somente iremos responder ao longo do tempo.

Uma das nossas convicções mais relevantes é a de que não enxergamos nossa atividade na Equitas apenas como um trabalho - um meio para obtenção de remuneração financeira cuja atratividade pode variar conforme nossa percepção sobre o “custo de oportunidade” de cada um. Motivamo-nos por um compromisso mútuo e um objetivo comum de construir uma organização sólida e duradoura onde poderemos desenvolver nossa atividade profissional por toda a nossa vida produtiva em um ambiente estimulante, agradável e recompensador. Conhecedores dos defeitos e qualidades uns dos outros, compartilhamos valores comuns, valorizamos o papel de cada um no grupo e juntos criamos mais valor do que cada um individualmente. Confiamos no comprometimento de cada um com o grupo e na nossa disposição de trabalhar intensamente e de forma diligente, mesmo sob condições desafiadoras que exigem dose elevada de sacrifício pessoal. Temos também a convicção de que somos capazes de produzir retornos (ajustados para o risco) excepcionais através da implementação consistente de uma

estratégia de investimentos focada unicamente no que fazemos de forma diferenciada e disciplinada por um processo bem definido. Além de foco e disciplina, acreditamos que a criação de diferenciais vem da produção de análises aprofundadas de empresas em um universo limitado de cobertura, que se tornam possíveis somente a partir de um conjunto bastante amplo de informações e evidências obtidas de forma diligente e obstinada. Acreditamos também que os resultados de análises bem feitas só se transformam em diferenciais quando submetidos ao escrutínio e debate em um ambiente de respeito à hierarquia do argumento sobre a senioridade e de estímulo ao contraditório na busca por conclusões consensuais sólidas. Temos a convicção de que essa estratégia só é eficaz quando aplicada em um horizonte de médio/longo prazo (2-5 anos) e de que performances espetaculares no curto prazo trazem, de forma geral, mais informação sobre a mudança do perfil de risco de um determinado investimento do que sobre a qualidade da decisão que o originou. Por isso, o uso dessa estratégia é inadequado para quem se propõe a apostar corrida com os concorrentes ou com algum índice de mercado. O *mindset* tem que ser de maratonista que, a partir do conhecimento de suas qualidades e limitações, constrói seu resultado aos poucos evitando competição com os *sprinters* que eventualmente passam a sua frente mas que não tem fôlego para o longo percurso.

Tanto o conhecimento específico sobre oportunidades de investimento quanto sobre o processo de tomada de decisões formam uma memória coletiva que eventualmente se torna um dos principais ativos da organização, mas o seu acúmulo ao longo do tempo depende da preservação de uma equipe unida. Por melhor que seja a performance e o funcionamento de uma equipe, a manutenção de uma atuação diferenciada depende da busca constante por evolução. O ponto de partida para que isso ocorra numa atividade de investimento é a manutenção de um ambiente que valorize a autocrítica em que as pessoas confiem umas nas outras e que se sintam seguras para avaliar seus próprios erros de forma honesta. Apesar da importância de preservação de um núcleo estável, o processo de evolução contínua depende também da capacidade de absorção de novos conhecimentos e experiências trazidas por pessoas que se juntem ao grupo ao longo do tempo e arejem nossas discussões. Por fim, acreditamos que para construirmos com serenidade a organização que desejamos, tomaremos decisões que eventualmente resultarão em um crescimento mais lento dos nossos ativos sob gestão.

Além de muitos desafios e convicções, também temos uma série de questões em aberto para o curto, médio e longo prazos. São perguntas que nos motivam a pensar no caminho à frente e para as quais ainda não temos respostas. Temos dúvidas sobre como iremos equilibrar a preservação de uma cultura e de uma forma de atuação própria, com o desejo de absorver novos integrantes na equipe. Temos

dúvidas também sobre como manteremos um ambiente estimulante e recompensador para cada um de nós, a longo prazo, tendo em vista que a evolução individual ocorre em ritmos e padrões diferentes e que as circunstâncias se alteram ao longo do tempo.

Sobre questões que podem influir diretamente na performance do nosso fundo no curto prazo, estamos insatisfeitos com o perfil do retorno do fundo ao longo do tempo. Desde o início do Equitas Selection em 2010, encaramos um ambiente de mercado extremamente desafiador, em que todas as barbeiragens na condução da economia brasileira reverteram em um forte vento contra para o mercado de ações. Neste período, também tivemos que lidar e superar nossas questões internas. Mesmo assim, o fundo acumulou um retorno de 209%, equivalente a 19% ao ano. Apesar da performance obtida neste período estar provavelmente no topo 1% entre gestores com foco em renda variável, a trajetória passada, e as externalidades causadas por ela, nos desagrada. Trabalhamos com o objetivo de melhorar nosso retorno ajustado ao risco efetivamente incorrido e ao risco percebido. Mesmo sabendo que não há uma solução “bala de prata” e que o sucesso neste caso passará por uma série de pequenos ajustes em diversas frentes, acreditamos que temos condições de minimizar perdas de curto prazo sem abrir mão de parte significativa do potencial de retorno de longo prazo da nossa estratégia de investimento.



EQUITAS SELECTION FIA: ESTE FUNDO DE COTAS APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS. ESTE FUNDO APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. OS FUNDOS DE AÇÕES PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUÇOS EMISSORES, COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES. ESTE FUNDO ESTÁ SUJEITO AO RISCO DE CONCENTRAÇÃO DE MAIS DE 30% (TRINTA POR CENTO) DE SEU PATRIMÔNIO LÍQUIDO, AINDA QUE DE FORMA INDIRETA, EM ATIVOS DE “CRÉDITO PRIVADO”. AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E O REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS. A UTILIZAÇÃO DO IBOVESPA COMO INDICADOR É MERA REFERÊNCIA ECONÔMICA, E NÃO PARÂMETRO OBJETIVO DO FUNDO. EM ATENDIMENTO À INSTRUÇÃO CVM Nº 465, DESDE 02/05/2008, OS FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL DEIXARAM DE APURAR SUA RENTABILIDADE COM BASE NA COTAÇÃO MÉDIA DAS AÇÕES E PASSOU A FAZÊ-LO COM BASE NA COTAÇÃO DE FECHAMENTO. ASSIM COMPARAÇÕES DE RENTABILIDADE DEVEM UTILIZAR, PARA PERÍODOS ANTERIORES A 02/05/2008, A COTAÇÃO MÉDIA DOS ÍNDICES DE AÇÕES E, PARA PERÍODOS POSTERIORES A ESTA DATA, A COTAÇÃO DE FECHAMENTO. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DO FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL UMA ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.