



Carta de 2021

16 de março de 2022

Prezados investidores,

Esta carta está dividida em três seções. Primeiro passamos por nossa abordagem de gestão de risco. Em seguida, analisamos os impactos causados pela alta de inflação e pela alta de juros. E concluímos amarrando essas ponderações resumindo como o nosso portfólio está posicionado.

O Arbor Global Equities BRL (“Fundo”) encerrou 2021 com rentabilidade de 8% no ano e rentabilidade anualizada de 24% desde o seu início em 2014¹ – ambos os retornos são líquidos de taxas e custos. A rentabilidade atualizada do Fundo pode ser encontrada [em nosso site](#), com mais detalhes em nossa lâmina mensal.

Nomeamos o Fundo a partir da sua estratégia: investimentos em ações globais sem exposição cambial – ou seja, as cotas não estão sujeitas a ganhos ou perdas materiais com a flutuação de moedas. Além disso, por filosofia, o Fundo é *long-only*, 100% investido, não utiliza alavancagem e todos os investimentos são estruturados com a mentalidade de longo prazo.

Gestão de Risco

Os últimos anos têm sido repletos de choques de escala global.

Em um período prolongado, é provável que experimentemos recessões, conflitos geopolíticos e, como o presente nos mostra, pandemias e guerras. Com o tempo, eventos de cauda sempre acontecem. Às vezes em cadeia.

O momento atual conturbado serve de lembrança da constante névoa de incerteza que paira nas decisões de investimento. O mundo é dinâmico e fluido, e o futuro é inerentemente imprevisível.

Ocasionalmente seremos surpreendidos por infortúnios. Qualquer estratégia de investimento deve, portanto, considerar essa realidade.

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 anualizada desde o início do Fundo é de 25%. Em cartas passadas reportávamos o retorno acumulado, mas alteramos para a taxa anualizada por considerarmos mais instrutivo. Retorno acumulado desde o Clube de 447% e desde o Fundo de 356%.

Na nossa abordagem, a gestão de risco é enraizada no processo de investimento e na construção do portfólio. Apesar de ser comum mensurar risco a partir de volatilidade, entendemos risco fundamentalmente como a probabilidade de perda permanente de capital no longo prazo, e a volatilidade é pouco instrutiva para essa análise.

Investindo em ações por horizontes longos, risco se desdobra em fatores que possam prejudicar estruturalmente a trajetória da geração de caixa por ação de uma empresa. Sendo os principais o excesso de alavancagem, ciclos setoriais, a intensificação do ambiente competitivo e a má gestão empresarial – seja por desalinhamento de interesse ou por falta de competência.

Por escolha, evitamos negócios mal geridos em que houve a troca da gestão (*turnarounds*) na esperança de correção de curso. Também evitamos negócios em declínio estrutural ou setores cíclicos. Focamos no outro lado do espectro, em setores que se beneficiam da propulsão de tendências seculares e o faturamento é menos dependente do rumo da economia e de outros fatores exógenos.

Mas isso não é suficiente, já que a oportunidade sempre atrai competição e as forças econômicas eventualmente eliminam os retornos excedentes. Algumas companhias, no entanto, conseguem se blindar com vantagens competitivas, sustentam alta rentabilidade e são capazes de repassar preços ao consumidor acima da inflação de custos.

Negócios que desfrutam de vantagens competitivas e que tendem a concentração de mercado são por natureza menos arriscados.

Essa posição privilegiada, entretanto, é alvo constante de ameaça. Privilégio gera conforto e complacência, um estado perigoso em uma economia cada vez mais dinâmica. Por isso, preferimos focar em empresas que estão melhorando seu posicionamento de mercado ao invés das que já se encontram consolidadas e podem potencialmente ser vítimas de disrupção.

Crescimento é um ingrediente elementar para a prosperidade e sustenta o estado de alerta.

Além disso, no longo prazo, o principal determinante do retorno da ação é a disciplina da gestão na alocação de recursos. Em um ambiente complexo, com recursos finitos, sob a pressão de diversos agentes de mercado, essa tarefa muitas vezes requer audácia e visão. Preferimos apostar que histórias exemplares de decisão, culturas corporativas difundidas e um alto comprometimento econômico (*skin in the game*) continuarão guiando os melhores resultados para os acionistas e atraindo os melhores talentos.

Inflação e juros

A recuperação da atividade econômica e a inflação elevada nos EUA (e no mundo) estão levando o banco central americano a contrair as condições monetárias, encerrando a expansão do seu balanço e elevando a taxa básica de juros. Dada a baixa assertividade em prever variáveis macroeconômicas, não temos a pretensão de esboçar um palpite sobre o patamar de inflação e de juros que vamos conviver no futuro.

Contudo, é pertinente analisarmos quais negócios prosperam e quais sofrem se os próximos anos forem de inflação e de juros mais altos.

Aqui, separamos o raciocínio em dois temas: *valuation* e fundamentos.

O valor justo de ativos produtivos (geradores de caixa, como ações, renda fixa ou imóveis) é inversamente proporcional à taxa de juros. Em diversas ocasiões o Warren Buffett utilizou a analogia da gravidade para descrever a influência das taxas de juros nas ações – quanto maior a taxa, mais próximo do chão será o valor do ativo. A analogia também é útil para alertar que taxas de juros zero fazem o valor tender a infinito, caso a teoria seja inconsequentemente levada ao limite.

Por uma ótica estritamente matemática, o aumento de juros é nocivo para o valor justo de todos os ativos, mas principalmente para os de *duration* mais longas. Ou seja, uma empresa que gera caixa e não cresce é menos sensível a taxa de juros que uma que gera caixa e cresce. Da mesma forma, títulos perpétuos possuem *duration* mais longas que títulos próximos da maturidade.

Mas enquanto na renda fixa os cupons e a amortização do principal são conhecidos por contrato, na renda variável o fluxo de caixa é uma incógnita.

Empresas que trocam a rentabilidade de hoje por crescimento futuro possuem uma amplitude maior de cenários. Assim, além de mais sensíveis à variação de juros, são também muito mais sensíveis à variação de humor, o que as torna suscetíveis a exageros dos dois lados do pêndulo (otimismo e pessimismo).

A compreensão da *duration* é, sem dúvidas, importante para a precificação de ativos. Mas a ironia é que nenhum empresário considera essa variável na tomada de decisão de alocação de capital. Às vezes, a estratégia que maximiza valor no longo prazo e reduz risco (através de menos competição) também aumenta a *duration*. Uma empresa que consegue constantemente alocar capital a um ROIC de 30%, deveria empregar toda sua geração de caixa nessa estratégia. Afinal, a qual taxa de juros esse investimento deixa de valer a pena e passa a ser mais vantajoso pagar dividendos?

Essa abordagem ajuda a entender, em parte, os movimentos surpreendentes das ações de empresas de alto crescimento desde o início da pandemia até hoje, e é potencialmente útil para aferir as oportunidades com menos ancoragem de preços. O melhor momento para se investir

em empresas de alto crescimento é quando o cenário parece sombrio e o mercado procura por lastros imediatos. Correções excessivas abrem a oportunidade de capturar o crescimento de receita por ação sem o vento contrário da compressão de múltiplo – uma vez que o múltiplo já comprimiu.

Por uma análise restrita aos fundamentos dos negócios, vale lembrar que a dinâmica de preços das ações não é totalmente irrelevante. Eventualmente os preços podem dominar a narrativa e encontrar caminhos para infiltrar a realidade. Essa reflexividade é preponderante em empresas cujo futuro é dependente de financiamento externo (seja por dívida ou emissão de ações), mas qualquer empresa tem a moral da equipe, a retenção e a atração de talentos abaladas pela performance da ação.

Já o efeito nocivo da inflação se dá principalmente na estrutura de custos e nos investimentos em ativos fixos, corroendo as margens e o retorno sobre o capital das empresas. Modelos de negócio com alta rentabilidade amortecem esses impactos com maior facilidade. No entanto, a melhor defesa está em empresas capazes de repassar preços – uma condição que costuma estar atrelada a vantagens competitivas ou a modelos de negócio indexados à inflação.

A alta de juros, por outro lado, influencia tanto o custo do endividamento quanto o ambiente competitivo. Empresas alavancadas e/ou com alta necessidade de capital de giro são negativamente impactadas e vice e versa. O efeito mais contundente do aumento do custo de oportunidade é que o capital foge de investimentos de retornos medíocres ou duvidosos. Uma alta expressiva de taxa de juros é capaz de reverter o crescimento da indústria de private equity e venture capital, e projetos com *hurdle* de retorno mais baixo deixam de ser economicamente viáveis.

Conforme a disciplina de capital é reintroduzida no sistema, empresas com participação de mercado dominantes, reservas de caixa líquido e/ou alta geração de caixa, conseguem crescer com menos competição.

Posicionamento

Como escrevemos em nossa carta anterior, nosso portfólio passou por diversas modificações no decorrer de 2021. Na oportunidade, explicamos os principais desinvestimentos que realizamos devido a mudanças nas teses de investimento. Mas além disso, também encurtamos consideravelmente a *duration* do Fundo desde o primeiro trimestre do ano passado. Esse movimento não foi conduzido por uma visão macroeconômica, mas pela leitura que os preços de algumas ações evoluíram muito à frente dos fundamentos e o prêmio de risco desapareceu.

Ao mesmo tempo que o mercado tem a habilidade de inflar alguns ativos, outros permanecem atrativos. Encontramos a oportunidade de aumentar o investimento ou investir novamente em empresas que investimos há vários anos, como Alphabet (Google), Microsoft, Amazon, Salesforce, Charter, Visa e Meta (Facebook). Além de outras que também oferecem a

combinação de barreira de entrada, crescimento secular, previsibilidade e múltiplos de lucro razoáveis, como TSMC e Universal Music.

Apesar de termos reduzido, mantivemos investimentos em Block (Square), MercadoLibre, Sea Ltd. e Spotify. Com o *sell-off* indiscriminado em empresas de alto crescimento, estamos gradualmente aumentando nossas posições nesses nomes.

Isso não significa que consideramos todo o universo de “alto crescimento” atrativo. No setor de *software-as-a-service*, por exemplo, não conseguimos concluir que margens brutas altas necessariamente conduzem a alta rentabilidade para justificar os altos múltiplos de receita que essas ações negociam – nos parece mais provável que haja exceções do que seja a regra de um setor.

A internet possui forças que levam a concentração de mercado, o que torna mais atrativo investir no vencedor do que no segundo colocado. Efeitos de rede geram alta rentabilidade que é reinvestida no negócio e amplia a distância para os concorrentes. A partir desse truísmo, investimos em empresas que são líderes ou que possuam vantagens únicas para capturar mercado.

De forma agregada, vemos nosso portfólio negociando a 11x o lucro de 2027. Um múltiplo baixo para negócios duráveis, previsíveis, com crescimento.

Por conta desse conjunto de características, entendemos que estamos bem-posicionados para os próximos anos e adequadamente protegidos para os desdobramentos do cenário macroeconômico.

No entanto, nada disso torna o Fundo imune a quedas. Desvalorizações causam enorme desconforto para quem observa o patrimônio ser marcado a mercado. Sabemos que nossa abordagem nem sempre estará em sintonia com o sentimento de curto prazo, mas a consistência é a base para resultados sólidos.

O investidor paciente costuma ser recompensado por se mover na contramão da incerteza e investir em empresas vencedoras.

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.