"One risk-related consideration should be paramount above all others: the ability to sleep well at night, confident that your financial position is secure whatever the future may bring." - ***Seth Klarman***

"Predicting rain doesn´t count, building the ark does" - ***Warren Buffett***

"...investors expecting the average returns observed over the past century are likely to be disappointed, as average happens a lot less frequently than we´ve been told." - ***Vitaliy Katsenelson***

O fundo LIS Value completou quatro anos durante o 1º semestre de 2020. Lançado em 2016, em meio a última crise fiscal que se arrastou por longos anos, enfrentamos ainda outras adversidades como o JBS *day*, a greve dos caminhoneiros e turbulentas eleições, tanto nos EUA quanto no Brasil. Em 2020, passamos pelos críticos meses de turbulência devido à pandemia do coronavírus – um evento sem precedentes. Nossos pilares - de I) foco em processos, II) alinhamento de interesses com nossos investidores, III) preservação de capital via instrumentos de proteção e IV) busca de discrepância entre preço e valor - foram colocados à prova recorrentemente e estamos bastante satisfeitos com os resultados obtidos, sem dúvida entre os melhores da indústria. No entanto, nem todas as rentabilidades são obtidas igualmente. Mais do que nosso resultado, achamos importante mostrar 1) como ele foi construído, e quais decisões nortearam nossa gestão e 2) o porquê de tomarmos estas decisões, refletindo as bases da nossa filosofia de investimentos.

1) Como – *O que ocorreu com nosso fundo desde setembro/2019*

Publicamos nossa última carta quando o mercado de ações subia rapidamente, em grande parte impulsionado pela agenda de reformas adotada pelo governo e a tendência de queda da taxa de juros.

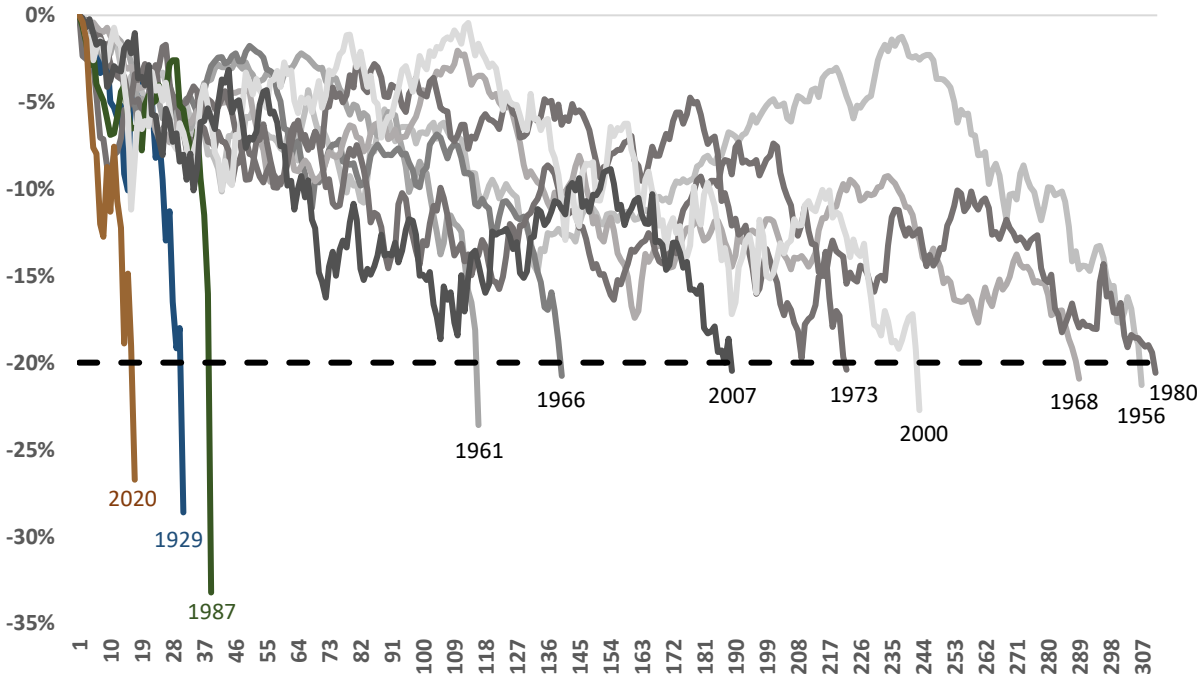
Nela, destacamos como migrávamos nosso portfólio para empresas menos acompanhadas – seguindo nosso pilar de discrepância entre preço e valor.

Até o início do colapso dos mercados financeiros em meio à pandemia, esta estratégia, reflexo do nosso processo de seleção de ativos, mostrou-se acertada, com retornos do fundo significativamente maiores que o dos índices IBrX – nosso *benchmark* – e Ibovespa. A rentabilidade observada neste período colocou o LIS Value entre os fundos de ações mais rentáveis de 2019 e foi obtida apesar do contínuo custo da política de hedge permanente, visto que a proteção contra eventos que julgamos além da nossa capacidade de antecipação é pilar central da nossa filosofia de investimentos.

> *"É comum que ativos sejam re-precificados em velocidades diferentes, de acordo com sua liquidez e sensibilidade à recuperação econômica. Uma tendência que se repete com frequência nestas situações, é o aumento no spread de preços entre ações com menos liquidez, ditas "small caps" e ações de empresas com mais liquidez.*
>
> *Os motivos para esse fenômeno parecem claros: ativos líquidos são os primeiros a receberem novos recursos e sua valorização acaba atraindo novos investidores, ávidos para participarem da festa de retornos rápidos, criando um mecanismo de feedback positivo. As ações menos negociadas tendem a se beneficiar mais tarde, quando os ganhos óbvios dos ativos líquidos já se esgotaram e começam as procuras por novas oportunidades. [...]*
>
> ***Seguindo disciplinadamente nossa filosofia, mantemos nosso universo de potenciais investimentos aberto para alocarmos capital nas oportunidades que surgem nos diferentes momentos dos ciclos econômicos, sempre buscando disparidades entre preço e valor.****"*
>
> *LIS Capital – Carta 5* *Setembro 2019*

As condições mudaram drasticamente com o início da pandemia afetando os mercados a partir de fevereiro. Após o rápido aumento do número de casos na China e a doença atingir países europeus, com índices de mortalidade e de contágio se mostrando alarmantes, diversos governos adotaram uma pronta resposta com fechamento de fronteiras e imposição de quarentenas que acarretaram no congelamento das atividades econômicas de forma abrupta. Tal situação inédita caiu como uma bomba nos mercados financeiros, onde a falta de precedentes e de informações suficientes sobre a nova doença não permitiu qualquer alicerce para balizar estimativas de impacto financeiro. O tamanho do pânico pôde ser medido pela velocidade com a qual as bolsas mundiais caíram, sendo esta a crise que mais rapidamente atingiu uma derrocada de pelo menos 20% na história, como mostra o gráfico abaixo.

S&P 500: dias necessários para ultrapassar a faixa de -20% de drawdown

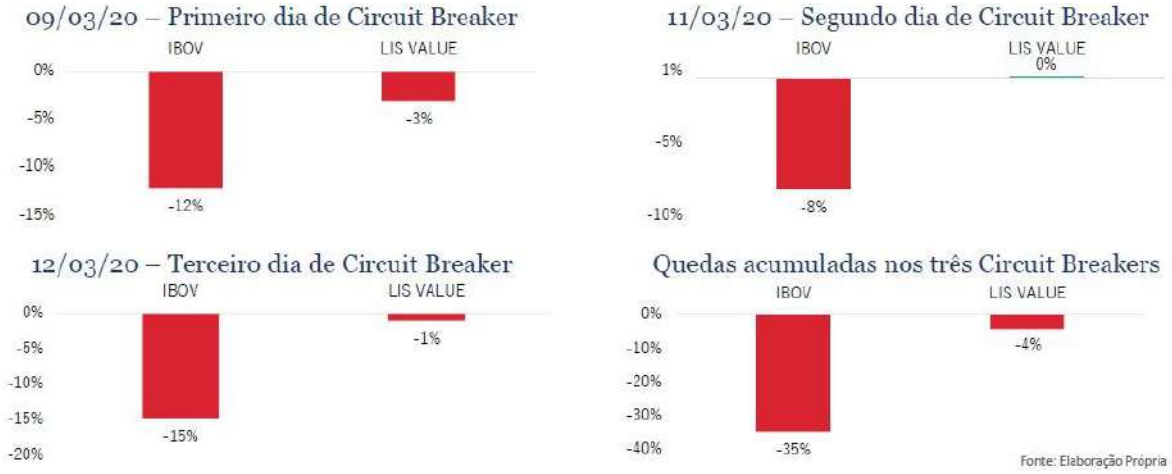


Foi durante esse período extremo de pessimismo que nossa estratégia de preservação de capital mostrou sua real capacidade de proteção dos investimentos. Queremos ressaltar que não previmos a crise, tampouco temos maior clareza sobre o seu desenrolar futuro. No entanto, mantemos constante a nossa política de proteção, como descrito em nossa carta 3, publicada em 2017.

Nossos instrumentos de proteção, sempre comprados bastante "fora do dinheiro", valorizaram-se exponencialmente à medida em que a queda dos mercados acelerava. Pequenos estresses não impactam grandemente o valor das nossas opções. No entanto, quando ocorrem quedas abruptas, como os seguidos *circuit-breakers* observados em março, o impacto nos *hedges* é drástico.

> *"...mais valioso do que tentar prever eventos futuros, é seguirmos a nossa política de proteção. A consistência e a disciplina em segui-la é justamente o que a torna importante. Não temos a pretensão de antecipar próximas grandes crises brasileiras ou mundiais, entretanto, sabemos que se ocorrerem estaremos com proteções para que o nosso patrimônio e dos nossos investidores seja preservado."*
>
> *LIS Capital – Carta 3* *2º Semestre, 2017*

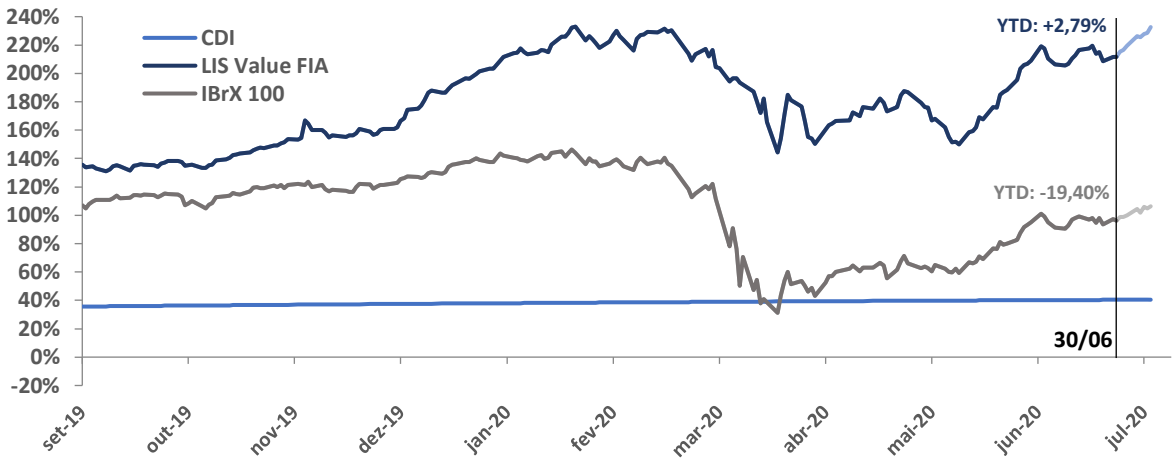
O comportamento do LIS Value durante os últimos meses foi emblemático deste processo de proteção. Nossa cota sofreu em linha com o índice Ibovespa na resposta inicial do mercado à pandemia, na segunda e última semanas de fevereiro, com pequena valorização das opções insuficiente para fazer frente à queda das ações. No entanto, quando o pessimismo se intensificou a partir de março, o impacto na cotação dos nossos *hedges* foi tamanho que nosso resultado acumulado durante os três *circuit-breakers* da bolsa foi de -4%, contra -35% do Ibovespa, como mostram as figuras abaixo.



Além da proteção da cota e tranquilidade cognitiva para tomar decisões durante momentos de pânico, a valorização e a realização dos *hedges* trouxeram um benefício adicional: caixa disponível exatamente quando ótimas oportunidades de investimento se multiplicavam em função da forte e rápida queda dos preços.

Ao invés de ficarmos sentados no caixa esperando a crise passar, alocamos o caixa que nossas proteções estavam gerando na mesma velocidade em que os preços caíam, seguindo nossos processos de investimento que, obviamente, indicavam crescentes níveis de margem de segurança. Assim, todo o caixa fruto do exercício parcial das opções foi alocado em ações. Levando também em conta que enfrentamos a partir de agora um cenário muito distinto daquele que embasou nossa carteira montada até o ano passado, estes novos investimentos acabaram por alterar e diversificar a composição do portfólio, como será explicado em detalhe na última sessão desta carta. Assim, nosso portfólio de investimentos estava massivamente alocado e conseguiu capturar bem o movimento de alta que se iniciou já no fim de março, mesmo com custo de renovação dos *hedges* – afinal, o futuro continua incerto, e queremos sempre estar protegidos daquilo que não sabemos que não sabemos.

Com essa recuperação a partir da primeira semana de abril, criamos um resultado positivo (+2,73%) para nossos investidores ao fim do primeiro semestre de 2020 – fato extremamente raro na indústria de fundos de ações. O índice Ibovespa terminou o semestre com rentabilidade de -17,80%, enquanto o IbrX100, benchmark do nosso fundo, fechou com -19,40%.

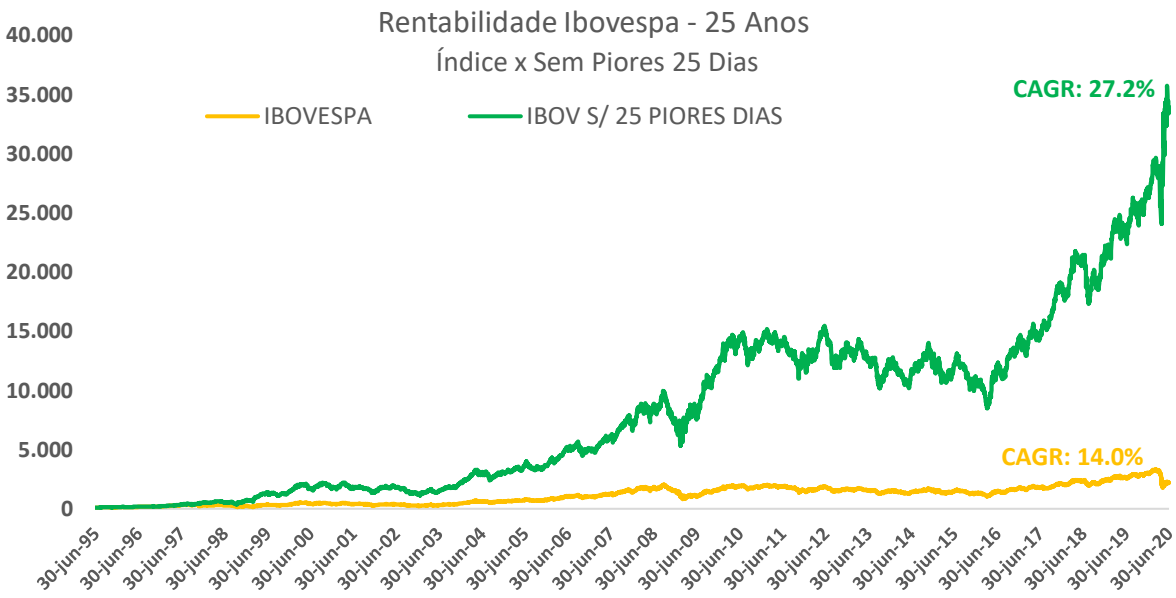


2) O Porquê – *nossa filosofia de investimento na prática*

Repetimos frequentemente que resultados de curto-prazo precisam ser analisados com cautela. No entanto, a consistência com que nossos processos têm funcionado e se transformado em resultado positivo para nossos cotistas ao longo dos nossos primeiros quatro anos nos deixa muito confiantes de que estamos no caminho certo. Todas as decisões tomadas que construíram nosso resultado composto até aqui – principalmente nos últimos meses, durante o ápice e o desenrolar da crise – encontram respaldo no arcabouço da nossa filosofia de investimentos.

Existem dois pontos específicos da nossa filosofia de investimentos que refletem as decisões e os resultados dos últimos meses, descritos na sessão anterior. O primeiro ponto, já abordado em detalhe em outras cartas nossas, é da importância da proteção contra perdas permanentes e a consequente manutenção do efeito de *compounding* ao longo do tempo. Embora seja discurso comum, a primeira regra de Warren Buffett – "nunca perca dinheiro" – merece especial atenção.

A figura abaixo mostra o resultado de um investidor que tivesse evitado os 25 piores dias da bolsa nos últimos 25 anos – o equivalente a um dia muito ruim por ano, em média[1].



[1] As simulações ignoram custos de transação e impostos sobre ganhos.

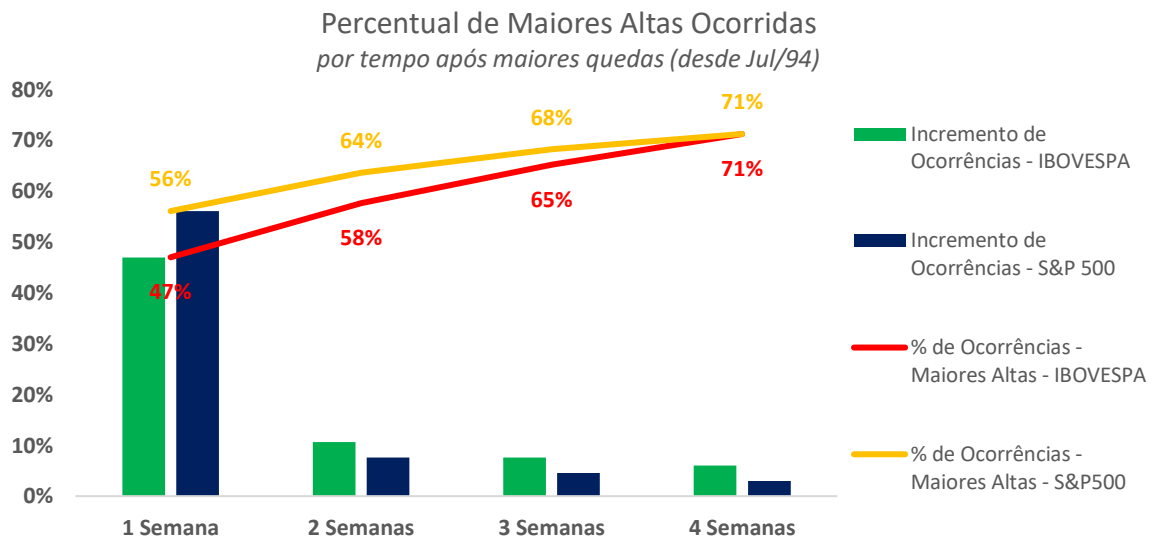
Este fenômeno não é exclusivo ao mercado brasileiro. A mesma dinâmica também é constatada no mercado norte-americano[2], embora o caso brasileiro seja muito mais drástico, para o horizonte de tempo analisado, dada a veemência com que as nossas quedas locais ocorrem.

Conseguir evitar as grandes perdas, mas manter-se investido para acompanhar as altas, teria praticamente dobrado o retorno anualizado do investidor. Ao longo de 25 anos, o efeito composto disso é de multiplicação de patrimônio de 14,4x para o índice brasileiro e de 4,3x para o americano.

Existem poucas formas de evitar estas grandes perdas. Uma é não estar investido quando elas ocorrem. No entanto, adivinhar com exatidão quais são os piores (ou melhores) dias da bolsa é missão ingrata, senão impossível. Mas, ao conseguirmos reduzir sensivelmente o impacto dos dias muito ruins com instrumentos de proteção, mantendo-nos investidos para acompanhar a recuperação do mercado, aproximamo-nos cada vez mais da curva mais rentável do gráfico.

Claro que há um custo de carrego para a manutenção dos instrumentos de *hedge*, e é por isso que a disciplina no orçamento e a execução das opções fora do dinheiro – comprar guarda-chuva em dia de sol – são tão importantes. No entanto, como a diferença entre os gráficos evidencia, o benefício gerado extrapola este custo em muitas vezes.

A vantagem de possuir proteção e manter-se investido durante crises também está implícita nas simulações do gráfico. De fato, grande parte dos **melhores** dias históricos da bolsa sucedem imediatamente os dias das piores desvalorizações. Pelo menos metade das maiores altas dos últimos 25 anos ocorreram dentro de uma semana após uma das maiores quedas, e este indicador cai drasticamente nas semanas subsequentes, como mostra o gráfico abaixo.



Ou seja, enquanto a primeira semana engloba metade das maiores altas após uma grande queda, apenas frações destas grandes altas ocorrem a partir da 2ª semana, sendo que as três semanas seguintes acumuladas (2ª a 4ª semana após uma grande queda) representam apenas cerca de 20% de grandes altas, menos da metade das ocorrências dentro da primeira semana.

Fica claro que é necessário passar pelas turbulências se quisermos participar das grandes valorizações que se seguem tão repentinamente.

[2] https://theirrelevantinvestor.com/2016/01/22/it-was-the-best-of-days-it-was-the-worst-of-days/

O que nos leva para o segundo ponto do nosso modelo de gestão: agressividade na compra de ativos durante crises, participando destes potenciais repiques de mercado e aproveitando as atrativas margens de segurança que esses momentos de estresse proporcionam para os investidores bem preparados e que conseguem manter a cabeça no lugar.

Durante um período de desvalorização, um gestor é atormentado com um dilema: preservar o caixa para diluir potenciais novas quedas (comportamento acentuado em momentos de pânico pelo viés cognitivo de sobrevivência) ou aproveitar as barganhas, mas correr o risco de novas fortes desvalorizações atingirem parcela maior investida do seu portfólio. Nós tentamos explorar uma terceira via, sendo agressivos no uso do caixa, mas protegendo o portfólio via *hedges*.

A falta de caixa disponível para investir nos momentos mais atrativos do mercado pode rapidamente comprometer o potencial de rentabilidade do fundo, muitas vezes destruindo seu resultado de longo prazo. Em nenhum outro momento de mercado o custo de oportunidade do caixa é tão alto quanto durante crises. Claro que o gestor pode trocar ativos da sua carteira, mas para cada ação barata comprada, uma outra ação barata teve que ser vendida, e os ganhos de reestruturação do portfólio são, comparativamente, marginais. Nada substitui caixa disponível, sem amarras, para plantar as sementes de retornos futuros. Vitaliy Katsenelson, citado no começo desta carta, faz um excelente trabalho na introdução do seu livro "*Active Value Investing – Making Money in Range Bound Markets*", ao mostrar como ajustes na exposição do portfólio de acordo com movimentos seculares do mercado são determinantes na construção do retorno do seu investidor. Não investir quando oportunidades estão disponíveis (ou continuar a investir quando são escassas) é componente crítico da sua rentabilidade de longo prazo. Desenhamos nosso processo de *hedge* precisamente para garantir injeção de caixa nestes momentos decisivos de (re)construção de portfólio.

Com este caixa disponível, e levando em conta a nova realidade econômica e suas derivações, nosso portfólio passou por ajustes. Explicaremos nossa visão e parâmetros que nortearam a construção da nossa carteira atual a seguir.

Ajustes no Portfólio

Em primeiro lugar, reforçamos nossa postura agnóstica em termos de tamanho ou liquidez de ativos a investir. Nossa busca constante é por discrepâncias entre preço e valor, que podem ser encontradas em diferentes tipos de empresas, em diferentes estágios do ciclo econômico. Hoje, ainda em função da recente implosão nos mercados, encontramos disparidades de preço e valor em empresas de todos os tipos.

Inicialmente, redesenhamos o perfil das empresas investidas em nosso portfólio. Priorizamos empresas com balanços sadios e maior resiliência no modelo de negócios, tendo assim maiores chances de sobreviver à crise que se originou durante a pandemia – por mais difícil que seja estimar sua gravidade e extensão, neste momento. Também aumentamos a liquidez média dos nossos investimentos, permitindo movimentações rápidas em caso de novas mudanças súbitas nas condições do mercado.

A retomada do índice Ibovespa para níveis próximos aos 100 mil pontos fez com que diversos destes nossos novos investimentos rapidamente se maturassem. Demos início então a uma segunda fase de ajustes. Nossos esforços, em linha com nossa experiência e força competitiva, concentram-se em compreender o panorama macroeconômico para encontrar fatores microeconômicos que possam ser

favoráveis a segmentos ou modelos de negócio específicos, e filtrar como estes fatores influenciam as empresas no nosso *pipeline.*

Dentre tais vetores econômicos aos quais temos nos atentado, existem duas forças antagônicas que queremos mencionar em destaque. A primeira são as derivações da recessão econômica esperada e a segunda é o novo patamar de juros, que impacta tanto o fluxo de capitais afetando preços das ações quanto o custo de capital, que baliza o valor das companhias.

Quanto à recessão, quanto mais duradoura a paralização da economia, maiores as consequências reais no nível de empregos e saúde financeira das empresas. Não há dúvida de que empresas frágeis ficarão pelo caminho, afundadas por deterioração do capital de giro decorrente de rupturas na cadeia de suprimentos e crescente inadimplência de clientes, ou falta de flexibilidade no ajuste de custos fixos e/ou de mão de obra. Setores com grande participação do mercado informal, como varejo de vestuário, e setores com pequenas barreiras de entrada ou poder de barganha, onde a margem de lucro é apertada e balanços patrimoniais não possuem grande capacidade de assimilação de perdas, parecem ser os mais propícios para observarmos movimento de consolidação. Não por coincidência, empresas de segmentos onde tais características predominam vêm sofrendo mais na bolsa de valores durante a atual crise. No entanto, a generalização da queda não corresponde à realidade. Empresas competentes na gestão do caixa e do balanço tendem a se beneficiar das consequências do forte congelamento econômico atual via ganho de *market share* em cima de concorrentes moribundos. Esta apropriação de parte do bolo é benéfica e gera valor, a ser capturado quando o mercado voltar a crescer.

Quanto ao vetor da redução da taxa de juros, é importante notar que boa parte da recuperação da bolsa para patamares próximos aos 100 mil pontos veio impulsionada pela migração de capital da renda fixa para a renda variável, a reboque dos severos cortes da taxa de juros Selic nos últimos meses. Mesmo com o agravamento das incertezas quanto à extensão e impacto da crise. O Brasil entra numa tendência mundial de excesso de liquidez que tem mantido as bolsas em patamares historicamente altos.

A medida em que os juros caem, instrumentos tradicionais de renda fixa perdem atratividade e investidores buscam novas aplicações com potencial de retorno maior, aumentando sua tolerância ao risco. Isso, claro, é uma alavanca direta de aumento de fluxo impactando preços. Mesmo com a queda da bolsa durante os meses de fevereiro e março, ações foi a classe de ativos que mais captou no 1º trimestre de 2020, enquanto renda fixa – tradicional porto seguro durante épocas de crise – perdeu R$ 63,5 bilhões em recursos[3]. A redução dos juros atingiu patamares historicamente baixos para o Brasil, mas apenas em linha com o resto do mundo, que já carrega juros reais próximos do negativo desde a crise de 2007/08. Em épocas de tentativa de suavizar impactos econômicos, a tendência é que os juros continuem muito baixos, sustentando esta demanda por risco. A crescente lista de IPOs planejados para em breve é reflexo direto disso.

Mas a redução de juros não beneficia apenas o fluxo de capitais para ações. Juros são o custo do dinheiro no tempo, e quanto menor for este custo, maior o valor hoje dos fluxos esperados no futuro. É claro que distúrbios políticos do Brasil e a trajetória do endividamento geram dúvidas sobre a sustentabilidade deste novo patamar, e isso pode ser visto na elevação da curva de juros de longo-prazo, que afetam a avaliação do valor dos fluxos mais distantes. No entanto, há possibilidade de conversão, ainda que parcial, da taxa de longo-prazo para patamares mais próximos das taxas atuais,

[3] https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-registra-saida-liquida-de-r-31-2-bilhoes-em-marco.htm

mediante avanço da agenda econômica e diminuição das incertezas ligadas à questão política. Neste caso, a valorização potencial para ativos tidos como de maior risco, como as ações, é grandiosa.

Pelo lado da economia real, juros baixos estimulam a demanda por crédito e tornam viáveis projetos de investimento cujo retorno não era alto o suficiente para pagar o custo de oportunidade. Criam-se avenidas de crescimento e potencial geração de valor. É uma boa oportunidade também para as empresas tomarem proveito do reduzido custo de captação e crescente apetite por risco para captarem mais barato, seja dívida ou *equity*, melhorando sua estrutura de capital.

Em suma, há vetores em direções opostas, todos com dificuldade elevada de mensuração ou estimativa, criando um cenário complexo de ser navegado. Entendemos que, de acordo com nosso círculo de competência, temos missão mais importante do que prever o tamanho e duração da crise, qual será a taxa de juros ao final do ano e a força do consequente influxo de capitais. Nosso objetivo é conseguir, sob uma ótica microeconômica, procurar ganhadores e bons investimentos que certamente existem nesse momento. Embora a execução desta estratégia esteja em andamento, já temos boa parte do dever de casa feito. Por isso confiamos estar bem posicionados para o futuro, com uma carteira inteiramente adequada e representativa do que acreditamos que irá gerar retornos extraordinários daqui para frente.

É importante notar que, após alguma normalização do mercado nos seus novos patamares, refizemos nossas posições de *hedge*. Partimos sempre do princípio de que há riscos dos quais não estamos cientes, mas dos quais queremos estar protegidos. Nosso trabalho é contínuo e diligente e não queremos apostar em momento de mercado, ficando à mercê de fatores exógenos para entregar rentabilidade a nossos investidores.

Agradecemos aos nossos cotistas por sua resiliência durante os piores meses que se passaram e continuaremos trabalhando duro para recompensá-los com rentabilidade proporcional à confiança depositada na LIS Capital.

Atenciosamente,

Equipe LIS Capital.