# O Caminho do Meio

*"The progress of the Way seems retreating."*

Lao Tzu

"*O capital tem uma dimensão intertemporal: é fundamental compreender o seu posicionamento e vantagem em pontos diferentes no futuro. O tempo é o seu meio, aquele que o define, modela, ajuda e inibe*."

Mark Spitznagel

"*O mercado de ações é um dispositivo para transferir dinheiro dos impacientes para os pacientes*."

Warren Buffett

**Daoísmo em Investimentos**

No século XIX, uma série de pensadores ilustres[1] formaram o que ficou denominado como Escola Austríaca[2], que enalteceu conceitos econômicos hoje amplamente difundidos, como o valor do dinheiro no tempo e retornos marginais decrescentes. O pensamento austríaco ressuscitou a economia como ciência das decisões individuais humanas, passíveis de serem agrupadas em regras universais de comportamento. Uma das derivações mais relevantes deste pensamento foi o do processo de formação de preços[3]. Ao contrário da visão econômica da época, a proposta austríaca era a de que o mercado está, na verdade, em constante desequilíbrio: cada troca implica visões diferentes do valor do produto entre o comprador e o vendedor, e ambos aceitam o preço pago por entenderem que estão lucrando com a transação. Esta separação entre preço e valor é o fundamento básico que norteou toda a escola de *value-investing*, e é levada adiante no pensamento austríaco ao considerar o lucro como consequência do empreendedor (ou investidor) que, antecipando maior demanda, paga menos hoje por um recurso escasso, cujo preço se ajustará no futuro.

Estes conceitos foram revolucionários à época, embora possam parecer um tanto óbvios atualmente – o que não deixa de ser um atestado da sua validade. No entanto, há nuances nos pensamentos microeconômicos austríacos aos quais nós, como investidores fundamentalistas, damos ainda mais importância. Entre eles, consideramos particularmente notório o de abdicar do ganho imediato visando maior recompensa no futuro, conceito este com origens que

[1] Autores mais famosos da escola austríaca: Carl Menger, Joseph Schumpeter, Ludwig von Mises e Friedrich Hayek.
[2] Movimento iniciado na Áustria por Carl Menger que ressuscitou a escola de pensamento liberal francesa, posteriormente espalhando-se para Londres e os Estados Unidos.
[3] The Source of Prices | Mises Institute

rastreiam até os milenares daoístas chineses, como explica Mark Spitznagel[4], em seu livro *The Dao of Capital.*

*Dao* é comumente traduzido como "caminho". O daoísmo, ou taoísmo, como é mais comumente chamado no Brasil, baseia-se na ideia obter uma vantagem estratégica focando no dito caminho ao invés do resultado – algo particularmente difícil no mundo de investimentos líquidos, onde resultados marcados a mercado são apurados constantemente.

Os conceitos daoístas ganharam notoriedade durante períodos de conflitos intensos ao serem adotados como base para estratégias militares focadas em vencer batalhas sem precisar do combate, usando a impaciência do inimigo e a própria inação para conquistar posições vantajosas – noções que permearam o mundo corporativo através do livro "A Arte da Guerra", de Sun Tzu.

Spitznagel mostra como, tanto na natureza, como na sociedade, como nos negócios, há inúmeros casos em que a paciência é recompensada. O exemplo mais pertinente para a nossa filosofia de investimentos é o das plantas coníferas – a espécie mais antiga de árvores no nosso planeta, tendo sobrevivido à corrida evolutiva por mais de 300 milhões de anos. Coníferas, como o pinheiro, são as principais representantes das gimnospermas, ou "semente nua", do grego. São árvores com raízes largas e pouco profundas, cascas muito grossas e folhas finas, que não caem sazonalmente nas estações frias – daí seu nome em inglês: *evergreens.* Tais características levam a um crescimento inicial muito lento, mas garantem flexibilidade para que estas plantas cresçam mesmo em condições climáticas e terrenos bastante adversos.

> "The great strategists of the world did not need to be taught to train their attention on the means of their later advantages. The quintessential roundabout entrepreneur Henry Ford knew it in his gut. But as investors, we are completely separated from the means-ends process of production and economic progress, succumbing instead to what seems an endless complexity."
>
> *The Dao of Capital*

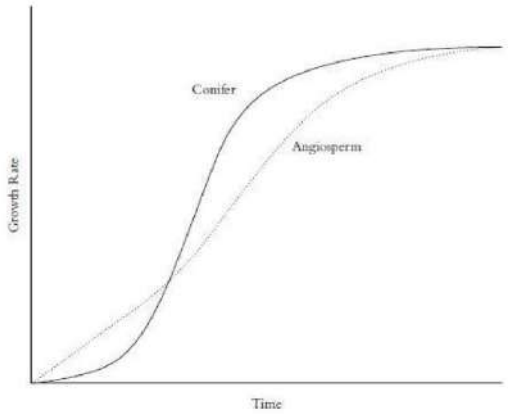
Frequentemente, coníferas disputam terrenos e recursos com plantas mais agressivas, mais adaptadas para uma estratégia de desenvolvimento acelerado, como é caso das angiospermas – "semente coberta", também do grego. As características mais marcantes das angiospermas são um crescimento rápido, folhas largas que são mais eficientes no transporte da seiva e a presença de flores, atraindo insetos e propagando suas sementes muito mais eficientemente do que suas concorrentes coníferas.

Quando há concorrência direta com angiospermas em solo mais fértil, o ciclo de crescimento lento das coníferas limita severamente sua competitividade no curto-prazo. Nestas situações, eles precisam migrar para o solo mais pobre em nutrientes ou para superfícies rochosas, onde há menos concorrência. Esta adaptação a áreas menos abundantes em recursos é possível graças às características que lhe dão flexibilidade, como mencionado acima. Suas raízes rasas e largas se espalham para captar mais água e nutrientes, ao invés de se aprofundarem no solo como fazem suas adversárias, e que sequer seria possível em solo rochoso – daí a menor concorrência neste tipo de terreno. Suas folhas resistentes às estações também garantem

[4] Mark Spitznagel é fundador e CIO da *Universa Investments*, gestora de fundos que oferece estratégias de *hedges* e mitigação de risco de cauda. Obteve retornos expressivos nas crises de 2000, 2007/2008 e no *"flash crash"* de 2010.

acesso à luz solar, principalmente nos meses em que suas concorrentes perdem suas folhas e há menos concorrência por raios de sol.

Com o passar do tempo, a eficiência deste conjunto engatilha um crescimento acelerado, com a trajetória assemelhando-se a uma curva-S[5]: crescimento inicial lento, intermediário muito rápido e posterior estabilização. Angiospermas, ao contrário, possuem uma trajetória de crescimento bastante linear e mais limitada pela sua estrutura biológica, e por isso acabam ultrapassadas pelas coníferas ao longo do estágio de rápido crescimento, como mostra o gráfico ao lado, retirado do livro de Spitznagel.




Agora compreendemos como coníferas existem ainda nos dias de hoje. O conjunto de características destas árvores as torna extremamente competitivas no longo-prazo, exatamente porque sacrificam crescimento e até abdicam de competição no curto-prazo.

No entanto, coníferas não apenas "sobrevivem". Existem florestas (naturais) inteiras de pinheiros, especialmente em climas temperados. Qual o mecanismo que permitiu que estas árvores recuperassem espaço tomado pelas angiospermas, ao invés de ficarem confinadas às áreas de solo pobre ou difícil acesso? Acontece que, na corrida imediatista das angiospermas para chegarem mais rápido a um lugar garantido ao sol, elas sacrificam resiliência e despem-se sazonalmente de suas folhas, que paulatinamente criam um depósito de matéria orgânica no chão. A combinação de crescimento excessivo, tempo seco das estações frias e relâmpagos invariavelmente desemboca em incêndios. E durante estes fenômenos que a capacidade de adaptação das coníferas se sobressai.

Coníferas possuem melhor proteção ao fogo por dois principais motivos: sua casca grossa e a proteção oferecida pelo solo rochoso no qual elas se desenvolvem inicialmente. No entanto, são suas sementes que, carregadas pelo vento e bolsões de ar quente advindos do incêndio, escapam do impacto direto do fogo, para posteriormente aterrissar em uma terra limpa, rica em nutrientes dos restos orgânicos deixados pelo incêndio[6]. Sem concorrência, as coníferas proliferam e expandem seu território, dominando largas áreas atingidas recentemente por queimadas.

### Investir como Coníferas

No mercado de capitais, assim como na natureza, existem diferentes estratégias para aumentar suas chances de sucesso em um ambiente severamente competitivo. Muitas dessas estratégias são, inclusive, complementares e sinérgicas umas às outras, ou funcionam melhor em alguns

[5] The learning S curve and individual development | McKinsey
[6] How Trees Survive and Thrive After A Fire - National Forest Foundation (nationalforests.org)

ambientes do que em outros. Focamos na analogia das coníferas por ela se assemelhar mais a nossa filosofia de investimentos, e ser a base de como buscamos geração de alfa. Dentre estas metáforas, a mais imediata pode ser a das cascas grossas com nossa política de hedges, nos protegendo dos incêndios e permitindo germinar as sementes dos nossos retornos futuros – relação que já usamos em cartas passadas. No entanto, há paralelos importantes também entre o tipo de investimentos que temos *expertise* em fazer com as características que permitem às coníferas vencerem no jogo competitivo da sobrevivência.

Competição em solo fértil: há momentos nos quais o solo do mercado financeiro torna-se mais fértil: movimentos de reprecificação de ativos puxados por recuperação econômica e/ou aumento maciço de fluxo de capitais para a bolsa geram ganhos para todos os participantes, e, tipicamente beneficiam mais aqueles com maior apetite para o risco. Bons ativos negociam com grandes prêmios de preços, e as premissas qualitativas necessárias para justificar *valuations* cada vez mais agressivos invariavelmente acabam gerando unanimidades – algumas empresas que concentram grande quantidade de capital disponível em um determinado período, presentes nas carteiras de todos os tipos de gestores de mercado. Nestas condições, procuramos desconexões entre preço e valor em ativos menos evidentes, onde há menos concorrência pelas suas ações. Assim como as coníferas, somos agnósticos com relação ao "solo" – buscaremos empresas em todo universo da bolsa brasileira que apresentem grandes discrepâncias entre preço e valor. Invariavelmente, empresas ficam fora do radar por algum motivo, seja ele seu modelo de negócio, seu mercado de atuação, sua governança ou a liquidez de seus papéis. Nosso trabalho investigativo e analítico está em compreender o quanto há de risco, de fato, por detrás destes motivos, quanto do seu efeito está refletido no preço de mercado da ação e o quanto dessas características analisadas estão em um processo de mudança que ainda não foi devidamente precificado pelo mercado.

Curva-S de crescimento: a maturação de investimentos em empresas fora do radar é, geralmente, mais longa. A consequência natural de investir em empresas não consensuais é que nossa curva de retorno não acompanha, em um primeiro momento, o mercado aquecido quando o solo está fértil – ela tende a se comportar muito mais como a curva-S de crescimento das coníferas, seguindo a evolução natural dos fundamentos das companhias investidas e da convergência entre preço e valor. Assim como nos seus estágios iniciais de crescimento lento, nós começamos um investimento ganhando segurança quantitativa sobre o nível de preço pago e qualitativa sobre o modelo de negócios e qualidade da gestão. Acreditamos ter muito mais capacidade de prever a geração de valor de modelos de negócio do que conseguir antecipar fluxos ou mudanças de humor de mercado que desemboquem em alterações nos níveis de precificação. Quando, enfim, o preço encontra o valor que avaliamos justo, a paciência do investidor é recompensada.

Características que garantem adaptabilidade: desprender-se da corrida de curto-prazo só é possível às coníferas pelo conjunto específico de características biológicas que elas detêm. Além da sua estrutura reforçada durante seu período inicial de crescimento descrita acima, suas raízes rasas e suas folhas resistentes ao frio lhe garantem adaptabilidade para terrenos mais desafiadores, onde suas concorrentes não conseguem se firmar. Estas mesmas características são válidas para nós. Nossos processos são nossas folhas resistentes ao frio – sempre em funcionamento, buscando o mínimo de viés cognitivo na tomada de decisão, independente da temperatura do mercado. Investidores alinhados que compartilham da visão de retorno de longo-prazo, pacientes para resistirem a eventuais retornos menores de curto-prazo, são nossas

raízes que permitem captar as melhores oportunidades de investimento em lugares inóspitos, que por sua vez viram a força motriz do crescimento de longo-prazo.

Resiliência a intempéries: coníferas necessitam de suas cascas grossas e solos rochosos para serem menos suscetíveis aos incêndios florestais que nascem fruto de toda a matéria orgânica depositada no solo pelas angiospermas em seu ciclo de crescimento acelerado. Da mesma forma, nossos *hedges* são a nossa ferramenta de proteção para crises que tipicamente se manifestam em ambientes de juros baixos, intervenção pró-cíclica crescente de governos, excesso de liquidez e consequentemente preços inflados. Assim como as plantas mais antigas do planeta, priorizamos a perenização em detrimento do crescimento acelerado. Na mesma linha, o caixa gerado pelos *hedges* funciona como as sementes descobertas que encontram o solo fértil inexplorado. Durante crises, excelentes ativos ficam disponíveis a preços atrativos, na medida em que o capital foge do mercado, reduzindo a competição.

Nem incêndios tampouco crises de mercado são eventos regulares, embora sejam recorrentes, especialmente no Brasil. Como descrevemos na Carta 6, nossos *hedges* foram os principais responsáveis pela nossa geração de alfa em 2020. Terminamos o ano com 19,96% contra 3,50% do *benchmark.* O caixa gerado através da liquidação parcial destes instrumentos de proteção proporcionou significativa remodelagem do nosso portfólio. Os solos férteis, antes tão concorridos, ficaram limpos, permitindo que comprássemos empresas normalmente caras e unânimes a preços atrativos. Isso, por sua vez, permitiu que acompanhássemos em boa parte a recuperação da bolsa observada no 2º semestre de 2020, enquanto mais uma vez trocávamos o perfil do nosso portfólio. Uma terra desmatada pelo incêndio não se transforma em uma floresta novamente de forma instantânea, muito menos de maneira uniforme. Espaços onde o chão ainda está quente ficam vazios enquanto outros que estavam na direção certa do vento são reflorestados rapidamente. Algo semelhante se dá na recuperação do mercado de ações após grandes choques, ou seja, a recuperação não se dá de forma linear nem muito menos homogênea entre setores e empresas. De fato, em um mercado tão heterogêneo como o atual, enxergamos oportunidades variadas de solo fértil ainda a ser explorado.

Importante frisar que rodar grande parte do portfólio mais de uma vez em um ano é algo atípico para nossa estratégia de investimentos de longo prazo, mas a rápida movimentação dos preços no mercado, aliada à flexibilidade proporcionada pela liquidez do nosso portfólio, fez com que pudéssemos realocar capital taticamente ao longo do ano passado, em 3 fases distintas: (i) partindo de uma carteira gorda em hedges para (ii) uma de perfil mais resiliente durante a pandemia – mais diversificada, focada em empresas de balanços sadios e em potenciais consolidadores de mercado – e, por fim (iii) a carteira atual mais concentrada, preparada para uma economia pós-vacina, com empresas igualmente sadias e prontas para gerar grandes retornos, quando as coisas começarem a voltar para algum grau de normalidade, como descrito em maior detalhe na última sessão desta carta.

### 5 Anos de LIS Value – Primeira Curva-S de Crescimento

O fundo LIS Value FIA foi lançado em março de 2016, há exatos 5 anos, após quase dois anos de incubação e minuciosa construção da filosofia de investimentos da LIS Capital. Ficamos muito felizes em poder afirmar que, nesta primeira foto de um prazo considerado longo, geramos mais do que o dobro de rentabilidade em relação ao nosso *benchmark*, com um CAGR absoluto de retorno de 29% a.a, o que equivale a uma geração média de alfa de 17% a.a. no período.

Em nossas cabeças, investir em empresas é uma construção de patrimônio para a vida, mas, em geral, o prazo mínimo de 5 anos é a regra de bolso para quem pensa em investir a longo-prazo

– uma janela grande o suficiente para permitir um ciclo completo de uma carteira de investimentos. O prazo de 5 anos também é um corte importante: é o prazo no qual há queda significante de "sobreviventes", ou percentual de fundos que conseguem superar seu *benchmark* no período, como mostram todos os estudos divulgados ao longo dos últimos 20 anos pela S&P[7] – 80% dos fundos de ações no Brasil **não** conseguiram bater o *benchmark* nos últimos 5 anos – data do início do LIS Value. Este padrão de *underperformance* entre fundos de ações também é observado em outros mercados mais maduros pelo mundo[8].

**Porcentagem de Fundos que Performaram Abaixo do Benchmark**

| CATEGORIA DE FUNDO | BENCHMARK | 1 ANO (%) | 3 ANOS (%) | 5 ANOS (%) | 10 ANOS (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Brazil Equity Funds | S&P Brazil BMI | 42,4 | 71,0 | 80,4 | 84,2 |
| Brazil Large-Cap Funds | S&P Brazil LargeCap | 36,8 | 42,7 | 54,0 | 81,8 |
| Brazil Mid-/Small-Cap Funds | S&P Brazil MidSmallCap | 60,0 | 85,3 | 85,5 | 91,1 |
| Brazil Corporate Bond Funds | Anbima Debentures Index (IDA) | 47,4 | 87,8 | 92,0 | 88,5 |
| Brazil Government Bond Funds | Anbima Market Index (IMA) | 80,0 | 74,5 | 79,5 | 85,2 |
| Chile Equity Funds | S&P Chile BMI | 59,0 | 80,5 | 93,0 | 100,0 |
| Mexico Equity Funds | S&P/BMV IRT | 64,0 | 63,8 | 79,6 | 81,8 |

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, Morning Star. Dados até 30 de Junho de 2020

Nosso foco está sempre no longo-prazo, no qual o resultado das decisões tomadas no decorrer dos anos pode ser observado com menor interferência da volatilidade do mercado, e é possível separar desempenho de sorte. Desenhamos nossos processos para assegurar influência mínima dos vieses comportamentais e do instinto de sobrevivência, como detalhado na nossa Carta 3. No curto-prazo, o mercado nos oferece sinais de preço, que geram oportunidades de compra e venda, mas é no longo que geralmente há convergência dos preços ao valor intrínseco de uma empresa. Nossa filosofia de investimentos é baseada na exploração destes descolamentos entre preço e valor, conseguindo navegar a névoa de risco versus incerteza que cria essa discrepância – situação muito aparente nas atuais condições de mercado impactado pela pandemia. Explorar exageros destes consensos de mercado, principalmente quando são pessimistas, é a base da nossa filosofia de investimento e que está presente no livro de Spitznagel.

Como explicitado na metáfora das coníferas, dentre os fatores necessários para sobreviver ao crescimento menor no curto-prazo está a necessidade de uma base forte de raízes. No mundo da gestão de recursos, isto se traduz em ter investidores alinhados, criando uma salvaguarda para a execução da nossa estratégia. Sobreviver às pressões de curto-prazo exige disciplina mental para os *trade-offs* diários necessários para explorar posições *contrarians*, opostas ao humor de mercado. São essas posições fora do radar que tendem a performar acima do mercado, dado o devido tempo de maturação.

Portanto, tão importante quanto a qualidade do ativo (portfólio) de uma gestora de recursos é o alinhamento do seu passivo (clientes). O valor gerado no LIS Value nos seus primeiros cinco anos só foi possível graças à visão de longo prazo dos nossos investidores, a quem somos tão gratos pela confiança. Durante o ápice da crise em 2020, tivemos **aumento** de patrimônio administrado através de novos aportes e resgates quase inexistentes, o que demonstra como a sinergia entre LIS e seus investidores tem sido mutuamente benéfica.

Numa estratégia focada em curvas-S de crescimento, existirão períodos de sub-performance – que podem ser bem longos, inclusive. Carregar proteções quando o mercado sobe é um freio na rentabilidade. Fugir das ações que já subiram demais e podem estar com os preços descolados

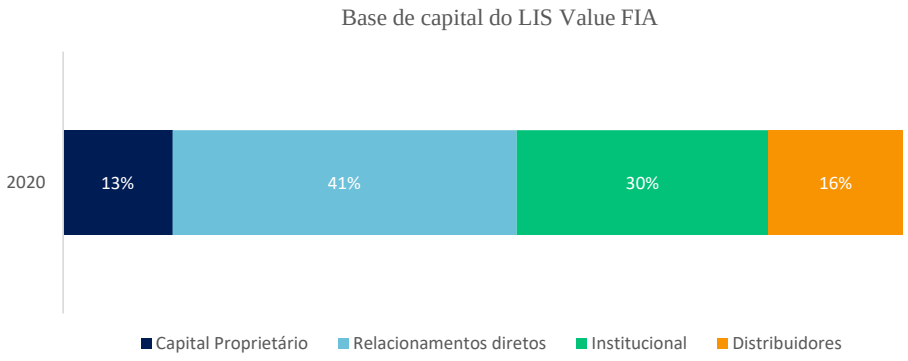
[7] SPIVA Latin America Mid-Year 2020 Scorecard (spglobal.com)
[8] Is It True That Almost No One Can Beat the Market? (stockanalysis.com)

de seus fundamentos para posicionar-se pesadamente em uma carteira pós-pandemia, como temos feito, naturalmente pode criar um descompasso temporário entre fundos que mais se aproximam do índice e o nosso. Não é à toa que a correlação entre o LIS Value e o Ibovespa é baixa – ela existe no desenho do nosso produto. Assim como as coníferas, estes períodos de sub-performance não são apenas normais para estratégias como a nossa – eles são necessários**.**

O grande risco da estratégia de longo-prazo é a necessidade de paciência de **todos** os envolvidos, inclusive dos fornecedores de capital. Somente pela visão de longo-prazo dos nossos investidores, dispostos a receber retornos abaixo do benchmark no curto prazo, pudemos ser gestores pacientes na execução da nossa estratégia e entregar o retorno destes primeiros cinco anos. Coníferas não podem ter sucesso em um terreno rochoso se não tiverem as raízes largas que dão sustento ao seu crescimento futuro. Graças à qualidade dos nossos investidores e ao alinhamento construído ao longo da nossa trajetória, não precisamos agir contra nossa política de gestão durante a crise para acomodar potenciais resgates antes da maturação dos investimentos. Desta forma, não fomos forçados a desconstruir posições montadas, o que desperdiçaria enorme quantidade de trabalho mental utilizado na criação de retornos potenciais plantados nas superfícies hostis do mercado financeiro.

Nesse sentido, vale destacar que fizemos uma escolha deliberada de crescer o patrimônio sob administração de forma gradual, primando pelo alinhamento entre nossos cotistas e nossa estratégia de investimento, mesmo que em detrimento de um crescimento potencialmente mais acelerado, mas certamente menos saudável. Mantemos contato próximo com a maior parte dos nossos investidores para garantir a manutenção desse alinhamento, e temos regras do fundo que buscam filtrar potenciais clientes, mesmo que em detrimento de sua atratividade comercial. Este compromisso é sinérgico e precisa ser contínuo – os gestores só ganham se nossos investidores ganham, e estes só ganham se aceitarem as condições de prazo e dinâmica de retorno que a nossa filosofia de investimentos exige. O relacionamento entre a LIS Capital e seus investidores não fica limitado ao escopo de gestor/cliente – ele se adequa ao molde de uma parceria de investimento em empresas em uma jornada de longo-prazo.

Há duas características observáveis da nossa base de clientes que explicitam a saúde do nosso passivo: o percentual de capital advindo de relacionamentos diretos, e a pulverização de clientes com mais de 1.600 cotistas. O gráfico abaixo ilustra a composição da nossa base.




Tanto quanto processos bem desenhados para controle dos impulsos de curto-prazo, clientes alinhados são um diferencial competitivo na indústria de fundos. Seu efeito permite ao gestor um horizonte de investimento diferente da média do mercado, o que se traduz em estratégias de investimento que minimizam a competição de curto-prazo e buscam maximizar o retorno absoluto no longo-prazo. De forma similar ao que nossa política de *hedges* proporciona, clientes

alinhados não resgatam em momentos de preços caindo – ou ainda melhor, aproveitam a oportunidade e aportam mais capital, ajudando a construir a performance do fundo. Isso reforça nossa tranquilidade cognitiva para tomada de decisão em momentos de pânico de mercado, e injeta liquidez para aproveitarmos as oportunidades que se apresentam. Ao longo do tempo, esta dinâmica garante sustentabilidade ao nosso modelo por meio de retornos compostos cada vez mais significativos para nossos investidores. O foco no longo-prazo de gestores e clientes é condição necessária para o alinhamento que gera este ciclo virtuoso.

## Condições do Mercado

A pandemia trouxe grandes injeções de recursos públicos na economia[9] pelo mundo afora, visando garantir renda à população, sobrevivência de pequenas e médias empresas e manutenção de empregos. Estes novos pacotes de estímulos são compostos por estratégias de assistencialismo, na forma de benefícios diretos à população, e de garantia de liquidez, que se assemelham àquelas cunhadas como *quantitative easing*, utilizadas maciçamente na crise de 2008. Ambas as ferramentas somam recursos ao excesso de liquidez que permeia as economias mundiais desde então. Adicionalmente, tais estímulos vieram acompanhados também por cortes nas taxas de juros internacionais, quebrando uma tendência de quase uma década de lenta recuperação após a última crise de crédito. O dinheiro em um contexto global nunca esteve tão disponível e barato. Já o Brasil vivia um cenário diferente, com reduções graduais de juros desde 2016, possibilitadas pelas reformas promovidas pelo governo nos últimos anos, como minuciosamente explicado em nossas cartas passadas.

De qualquer forma, desta vez o Brasil não foi exceção em sua resposta econômica à pandemia: usou pacotes de estímulos volumosos[10] e baixou as taxas de juros locais para patamares muito mais próximos dos observados mundo afora, atingindo antes inimagináveis 2% a.a. Um subproduto da distribuição de renda indiscriminada e dos juros baixos foi a entrada e migração de novo capital para o mercado de risco, trazendo choques de preços e aumentos drásticos de liquidez ao mercado de ações.

Pacotes de estímulos como os atuais não são lançados sem custo, evidentemente. É necessária uma fonte de arrecadação, atual ou futura, que financie tais gastos públicos. Uma base monetária expandida que impulsione demanda sem contrapartida em oferta também cria riscos inflacionários. Mais regulações e mais interferências criam mais distorções, que influenciam as formações de preços, que, por fim, acabam gerando bolhas e decorrentes crises. Em uma situação tal como a atual, a diligência precisa ser reforçada e contínua nas escolhas de alocação de capital.

Não foram somente as políticas expansionistas no Brasil e mundo afora que afetaram as precificações na bolsa. A forte apreciação do Dólar frente ao Real, a mudança de hábitos de consumo com aumento drástico de dependência da tecnologia e a maior ou menor sensibilidade de setores econômicos à pandemia também foram fatores que ganharam especial atenção no mercado de renda variável brasileiro, em nossa visão.

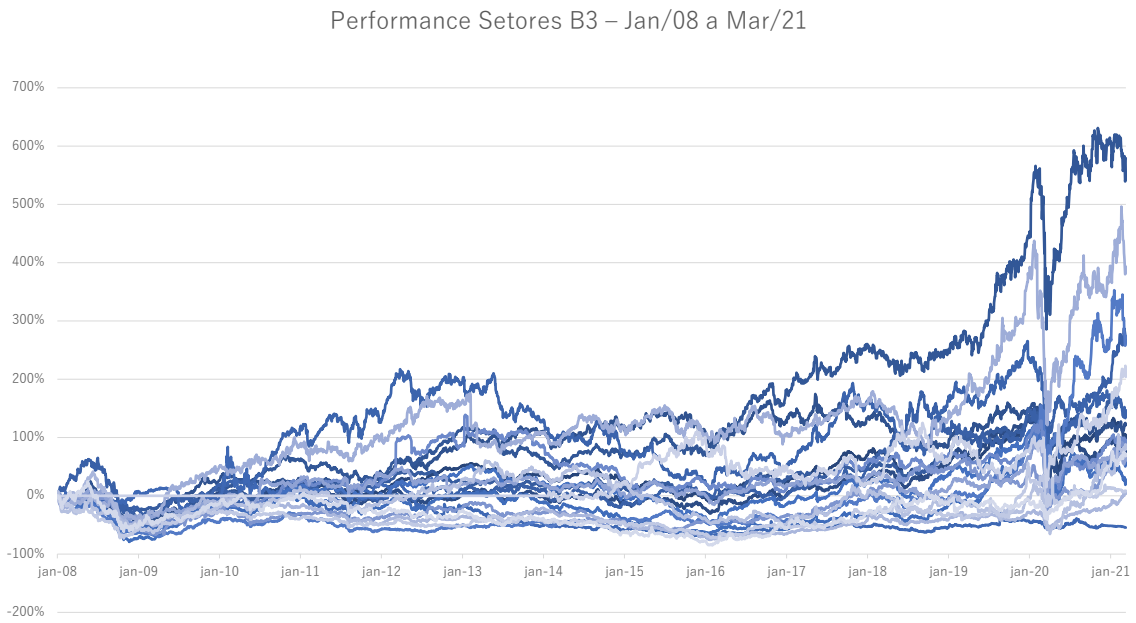
Esta situação inédita e extrema trouxe enorme volatilidade de preços e resultados às empresas da bolsa – algumas enfrentando grandes desafios ou desconfianças, enquanto outras ganharam

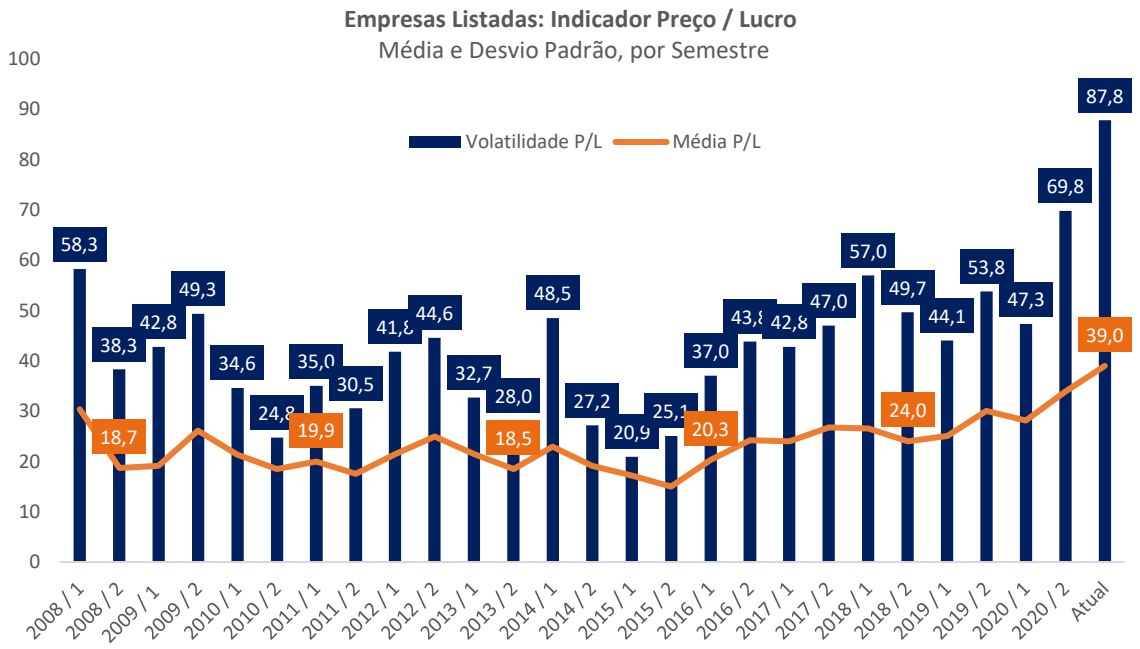
[9] How the $1.9 trillion U.S. stimulus package compares to other countries' covid spending - The Washington Post
[10] Massive stimulus helps Brazil to limit losses | Financial Times (ft.com)

a preferência dos investidores ou apresentaram excelentes resultados (em nosso portfólio, inclusive, tivemos diversas companhias que bateram recordes de vendas e margens no ano de 2020). Uma consequência natural deste contexto é que os níveis de precificação entre os ativos estão com disparidade crescente. O maior volume de capital presente se aglomera em empresas ou setores considerados beneficiados, acarretando volumosos prêmios por essa aparente segurança, e ao mesmo tempo fugindo de empresas com maior grau de incertezas, punindo severamente aquelas consideradas perdedoras do período de pandemia.

Em qual desses grupos faria mais sentido investir hoje? A palavra-chave aqui é **seletividade.** A aderência fanática a uma única proposta de valor incorre em riscos de destruição de valor no longo-prazo. Desde seu início, a estratégia da LIS Capital tem sido de manter políticas de investimento flexíveis para diferentes momentos de mercado, transitando por qualquer tipo de "solo" em busca de oportunidades assimétricas.

Esta polarização entre empresas beneficiadas e perdedoras pode ser observada nos dois gráficos abaixo. O primeiro mostra como os preços de diferentes setores da bolsa se comportou desde 2008, enquanto o segundo mostra a média e o desvio-padrão (a volatilidade) dos indicadores de Preço/Lucro de todas as empresas listadas. Em ambos os casos, fica claro como a partir de 2020 temos visto um comportamento completamente fora do padrão.






Esta heterogeneidade do mercado cria oportunidades e armadilhas para as mais diversas estratégias – um arcabouço de ferramentas e filosofia de investimentos robusta são críticos para navegar nesta maré de extremos.

A seletividade é o que nos permite navegar em diferentes momentos de mercado ajustando-a pelo risco de perda permanente de capital e solidez dos fundamentos da empresa investida. Quando há uma crise como a de 2020, seremos menos rígidos com nossos critérios de margem de segurança para podermos comprar empresas excelentes, mesmo que menos descontadas em relação às maiores barganhas da bolsa – que tipicamente também embutem maior risco em situações de crise econômica. Já o momento ímpar do mercado atual nos dá amplas escolhas no espectro de qualidade – modelos vencedores, líderes consolidadores – e preço descontado – mais concentradas em setores tradicionais preteridos pelos investidores durante a pandemia. O nosso trabalho, incessante em dedicação e pesquisa, é conseguir ponderar evoluções de modelos de negócio e mercados, riscos de preço e capacidade de execução para selecionarmos as melhores propostas de geração de valor em todo o universo disponível na bolsa brasileira.

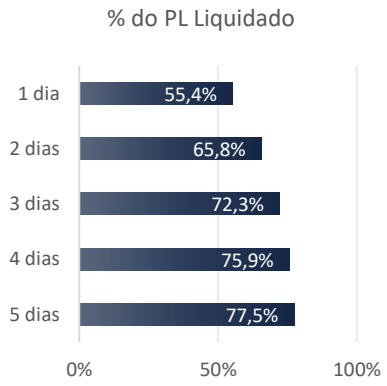
## Portfólio

Faz parte da nossa filosofia de investimentos a seleção de ativos a partir de uma análise *bottom-up*, focando mais nossa atenção na empresa, menos no mercado. Com isso, naturalmente concentramos nosso portfólio em setores que apanharam mais durante a crise do coronavírus, mas que claramente voltarão à certa normalidade quando as atuais circunstâncias se dissiparem. O risco aqui é controlado pelo preço de entrada pago – múltiplos depreciados pela crise enfrentada, criando premissas implícitas de lucros futuros muito mais brandas e críveis de serem atingidas ou superadas. Entretanto essas empresas foram SELETIVAMENTE filtradas pelas seguintes características:

1) Fortes vantagens competitivas, que em sua maioria foram reforçadas durante a crise, via investimentos em canais de distribuição complementares, eficiência da *supply chain* e reforço da marca, enquanto concorrentes lutavam pela sobrevivência.

2) Balanços sadios com redução significativa do custo de capital, aproveitando o apetite por risco crescente do mercado de capitais fomentado pela queda na taxa de juros brasileira. Diversas das nossas empresas fizeram novas captações de dívida ou *equity* a condições muito favoráveis, gerando valor aos seus acionistas.

3) Liquidez das ações, permitindo agilidade na execução das nossas decisões de alocação. Nosso foco no longo-prazo não significa que sejamos negligentes com o momento atual. A flexibilidade da nossa carteira atual permite que possamos nos aproveitar da enorme volatilidade do mercado de ações para readequar posições rapidamente, sempre maximizando o valor potencial do nosso portfólio. Atualmente, conseguiríamos realizar mais de ¾ do nosso portfólio em até 5 dias, como mostra o gráfico[13].




Acreditamos que o atual portfólio deverá se beneficiar fortemente da volta à normalidade da economia pós-vacinação. Embora ainda haja muita incerteza quanto à velocidade de vacinações e a taxa de mortalidade esteja ainda em fase de aceleração, o ritmo de distribuição de vacinas é crescente[11], e as evidências de países que começaram a vacinação mais cedo do que o Brasil claramente apontam para a sua eficácia na redução da mortalidade[12], mesmo com apenas parcelas da população já protegidas. Nossas empresas estão aptas a entregar excelentes retornos com a retomada paulatina de funcionamento normal da economia, estando ao mesmo tempo financeiramente firmes para manterem sua resiliência ao longo da crise que se estende. Simultaneamente, em menor grau, temos ainda no portfólio investimentos do grupo dos beneficiados na pandemia. Tais empresas possuem um potencial disruptivo que eventualmente leve mais tempo para se manifestar. No entanto, apesar deste prazo de maturação mais longo, tais investimentos permitem que almejemos retornos extraordinários também em um futuro mais adiante, após as correções mais imediatas do mercado pós-vacina. Eventualmente poderemos sub-performar no curto-prazo, como a curva-S das coníferas. Mas estamos reforçando nossas raízes e criando uma casca-grossa para que possamos, ao longo dos próximos cinco anos, colher novamente os frutos do ciclo acelerado de retornos alavancado pela escolha de bons ativos, devidamente protegidos contra desastres que possam abater a economia por meio da política de hedge perene.

Obrigado por nos deixar ajudar na sua construção de patrimônio nestes primeiros cinco anos. Esperamos poder contar com nossos clientes pelos próximos muitos que virão. Afinal, são eles a nossa raiz que torna tudo isso possível.

[11] Coronavirus (COVID-19) Vaccinations - Statistics and Research - Our World in Data
[12] Reduction in COVID-19 Patients Requiring Mechanical Ventilation Following Implementation of a National COVID-19 Vaccination Program — Israel, December 2020–February 2021 | MMWR (cdc.gov)
[13] Para o cálculo utilizamos como premissa a execução de 30% do volume médio diário dos últimos dois meses.