

Rio de Janeiro, 26 de fevereiro de 2019

Prezados cotistas,

Em 2018, comemoramos os primeiros 10 anos de existência dos fundos geridos pela Squadra. A viagem foi longa e difícil como era de se esperar, tanto pela natureza da empreitada quanto pelo fato de estarmos no Brasil. Nossa história começa com um batismo de fogo: um mês após o lançamento de nossos fundos locais e no dia em que se iniciavam as operações dos fundos *offshore*, o país atingiu o inédito selo de *investment grade* pela S&P. Sem que o mercado titubeasse e nos desse alguma chance de compra, o *gap* dos preços de abertura do pregão inicial da Squadra foi em alguns casos superior a 10%. O que fazer numa situação dessa quando os fundos estão com 100% do patrimônio em caixa?

Pouco tempo após essa anedota que marca o começo de nossa operação, tivemos a “sorte grande” de estarmos iniciando um negócio de gestão de ações em um mercado emergente nas vésperas da maior crise financeira mundial desde 1929. Decididamente, não foi simples. Quando se está começando, você é mais frágil. Não fosse a determinação e a união do time, aliadas à crença no projeto (por definição, de longo prazo), dificilmente estaríamos conversando agora sobre os 10 anos da empresa.

A sequência, porém, foi positiva. Alguns semestres após o *crash* dos mercados, o Brasil passava a ser considerado um forte sobrevivente daquele abalo e começava a atrair capital de risco em grande escala de investidores internacionais. Dessa vez, estávamos no lugar certo e na hora certa. O ambiente certamente ajudou para que pudéssemos evoluir nosso negócio na direção que gostaríamos.

Passada essa pequena janela de prosperidade, iniciam-se os capítulos trágicos da amplamente conhecida e comentada autofagia brasileira. Foram alguns anos de retrocessos no ambiente institucional e na economia, acompanhados por performance decepcionante das empresas e mercados, em um processo que desemboca no *impeachment* presidencial em 2016.

Observando em retrospectiva, é válido ressaltar que a maior parte da primeira década da Squadra coincidiu com um duradouro *bear market* do mercado de ações brasileiro. Embora um *bear market* seja extremamente educativo e teste verdadeiro de uma gestora, há de se convir que quase 10 anos sem avançar constitui um período longo de sofrimento. Sem dúvida, é mais agradável o dia a dia quando as coisas ao seu redor estão sendo construídas e não destruídas.

Navegando nesse contexto, avaliamos que a Squadra passou de forma satisfatória por esse “teste”. Medimos esse resultado de três formas mais importantes:

1. **Performance:** Desde o início dos fundos, em 31 de março de 2008, até o encerramento do ano de 2018, o Ibovespa, principal índice da bolsa brasileira, obteve uma valorização acumulada de 45,2%. Já o IBrX, que acreditamos melhor refletir como desempenhou o mercado de ações no período, subiu 83,2%, ainda abaixo da inflação acumulada de 83,9%. O rendimento do *benchmark*¹ usado na nossa estratégia Long-Biased totalizou 239,3%.

Nesse mesmo período, os fundos Long-Biased² e Long-Only tiveram valorização de 447,4% e 478,5%, respectivamente.

Desde seu início, veículos geridos pela Squadra geraram mais de R\$ 1,9 bilhão de valor para seus clientes no comparativo³ com seus índices de referência.

¹ IPCA+X% a.a., sendo o fator X definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator X era fixo em 6% ao ano.

² Para maiores esclarecimentos, favor verificar as informações sobre os fundos em www.squadrainvest.com.br
Squadra Long-Biased FIC FIA (“Long-Biased”) / Squadra Long-Only FIC FIA (“Long-Only”)

³ Para os veículos Long-Only que não possuem índices de referência estabelecidos para cobrança de taxa de performance, o IBrX foi usado na comparação.

2. **Time:** Acreditamos que construímos uma ótima equipe de investimentos. Aqui, o destaque é que grande parte desse time trabalha junto desde o início da empresa. A Squadra praticamente não teve *turnover*, o que julgamos um traço vencedor dentro da nossa organização. Uma equipe de gestão coesa, que se conhece e convive há muito tempo proporciona um impacto positivo na produtividade e na qualidade das decisões de investimento. Formamos internamente a maioria das nossas pessoas, dentro da nossa filosofia de trabalho e buscando cultivar uma cultura de excelência.

Dos nove sócios que fundaram a Squadra, oito permanecem na *partnership*. Desde então, três novos sócios se juntaram a nós no *public equity* após iniciarem sua trajetória na empresa como estagiários ou recém-formados.

3. **Nossos Cotistas:** Ao longo desses anos, desenvolvemos uma base de investidores sólida. Atualmente, mais de 80% dos nossos ativos sob gestão são provenientes de instituições com capital e horizonte de longo prazo, como *endowments* de universidades americanas, fundações internacionais, fundos de pensão locais e estrangeiros, fundos soberanos e *single family offices*, além da nossa própria poupança. E a maioria desses investidores já está conosco há mais de 6 anos. Essa combinação é poderosa, pois nos permite *peace of mind* para tomar decisões sem ter obrigatoriamente excessiva preocupação com os inevitáveis períodos, às vezes longos, de *underperformance*.

Enquanto o ponto (1) reflete apenas êxitos do passado, os itens (2) e (3) são conquistas fundamentais e pilares sólidos para que passemos no teste dos próximos 10 anos. Nossa motivação e nosso desafio são de continuar melhorando como time para seguir merecendo a sua confiança.

Esperamos que o preâmbulo da nota que emitiremos quando completarmos 20 anos seja mais construtivo principalmente em relação ao histórico do Brasil e ao desempenho do seu mercado acionário. Na sequência, explicamos resumidamente as razões de nosso otimismo.

As eleições de outubro de 2018 são emblemáticas das transformações que o Brasil começou a viver a partir do encaminhamento do *impeachment* de Dilma Rousseff. Naquela ocasião, puderam ser observados os primeiros sinais inequívocos de que existem no país mecanismos eficientes de *checks and balances*. Se não são parrudos o suficiente para evitar que o Brasil flerte com o abismo, têm a virtude de impedir que o país dê o passo final e se jogue no poço sem fundo. A queda do governo Dilma foi reflexo desse processo de auto-defesa.

Desde então, os ativos brasileiros iniciaram uma tendência primária de valorização. Na nossa avaliação, essa melhora está amparada em dois elementos fundamentais. Primeiramente, há um *de-risk* motivado pelo desvio imediato da trajetória de suicídio econômico a qual o governo anterior estava nos levando.

O movimento que se segue, no entanto, é mais gradual, poderoso e duradouro. Envolve a percepção crescente de mudança radical da agenda econômica, pois, a partir daquele momento, o país se vê confrontado com um novo dilema: como tocar o dia a dia com as três esferas de governo praticamente quebradas?

Para se adaptar aos novos tempos, torna-se forçosamente necessário o *crowd-in* do setor privado. As mudanças estruturais no Brasil passam a ser *pro-business* justamente para atrair de forma consistente o capital privado em substituição ao capital público, depauperado. Esse motor está por trás da reforma trabalhista, das alterações nas leis do setor de petróleo, do plano de privatizações e concessões, da revisão das regras para distrito no setor imobiliário, da atual discussão sobre o manicômio tributário brasileiro, dos esforços para adoção do cadastro positivo no mercado de crédito.... e essa lista continua a crescer.

A essência do atual *bull market* é justamente a virada de chave em direção à implementação desse movimento *pro-negócios*. Acreditamos que essa agenda iria acontecer independente do resultado da eleição de

outubro. Porém, a vitória da “direita” e ainda mais com o protagonismo no time econômico de “*protégés*” de Milton Friedman tende a acelerar essa narrativa. O norte é na direção de termos um Brasil com o governo menor, mais eficiente e que interferirá menos no ambiente econômico.

A trajetória, no entanto, não será sem sustos, como sempre acontece por aqui. A agenda de transformação da economia brasileira é complexa, principalmente quando levamos em conta a tradição, história e cultura do nosso país. O plano que a nova equipe econômica almeja executar não tem precedente no Brasil. Praticamente todos os governos desde Getúlio Vargas na década de 30 terminaram seus mandatos com o Estado “maior” do que receberam.

Enfim, acreditamos que o cenário mais provável para o mercado brasileiro é o de um ciclo positivo estrutural. Ele começou há cerca de 3 anos e é possível que prossiga por mais alguns anos pela frente. Há outros ingredientes que trabalham a favor dessa tendência primária de alta, marcadamente: (1) o nível historicamente baixo de juros brasileiros; (2) a baixa alocação em ativos de riscos no Brasil; (3) o alto grau de ociosidade da economia.

Mesmo quando se está em um ambiente favorável, a gestão de riscos se coloca como o maior dos desafios para o gestor de recursos, que passa a considerar especialmente o risco de perder oportunidades de investimento. Nessa etapa, um conflito bastante comum opõe “gestores”, otimistas e querendo manter elevadas posições em ativos de riscos, e “analistas”, assustados com o *valuation* implícito. Em dinâmicas longas de mercados em alta, os ativos acabam por negociar em múltiplos elevados.

“(…) markets rarely go from “underpriced” to “fairly priced” and stop there. Usually the fundamental improvement and rising optimism that cause markets to recover from depressed levels remain in force, causing them to continue right through “fairly priced” and on to “overpriced.” It doesn’t have to happen, but usually it does.”

Howard Marks

Como comentário adicional, é provável que um desafio importante para a gestão profissional de recursos seja como navegar essa tendência favorável ao Brasil quando, ao mesmo tempo, os mercados desenvolvidos apresentam sinais de exaustão após um duradouro movimento de apreciação. No exterior, existem cenários para todos os gostos, mas a quase unanimidade acredita que o topo está próximo e que teremos um longo e doloroso caminho de reversão. O Brasil aparenta ser um dos poucos países de porte no começo de um ciclo econômico positivo. Trata-se de um risco que está colocado. Mas, voltando a Howard Marks: “*Skillful risk control is the mark of the superior investor.*”

Nossa Performance

Ano	Long-Biased	Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark Long-Biased
2008*	-20,3%	-29,6%	-38,0%	-37,0%	9,1%
2009	98,7%	157,8%	82,7%	72,8%	10,5%
2010	21,9%	30,7%	1,0%	2,6%	12,2%
2011	12,6%	-0,8%	-18,1%	-11,4%	12,9%
2012	10,1%	16,6%	7,4%	11,5%	12,1%
2013	8,2%	6,6%	-15,5%	-3,1%	10,5%
2014	2,6%	0,1%	-2,9%	-2,8%	12,9%
2015	-1,5%	-5,9%	-13,3%	-12,4%	17,2%
2016	29,4%	32,2%	38,9%	36,7%	14,0%
2017	16,0%	21,3%	26,9%	27,5%	9,0%
2018	39,4%	30,9%	15,0%	15,4%	9,1%
Desde o início	447,4%	478,5%	45,2%	83,2%	239,3%
Anualizado	17,1%	17,7%	3,5%	5,8%	12,0%
Últimos 5 anos	111,3%	97,7%	70,6%	71,4%	79,3%
Anualizado	16,1%	14,6%	11,3%	11,4%	12,4%

* A partir de 31/mar/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

Em 2018, o fundo Long-Biased (LB) teve performance de 39,4% e o Long-Only (LO) de 30,9%. No ano, o Ibovespa valorizou 15,0% enquanto o benchmark IPCA+X% subiu 9,1%.

A métrica de *net exposure* está muito longe de conseguir representar toda a complexidade do risco assumido por um gestor de recursos. Entretanto, carrega o benefício de ser uma métrica simples e mensurável, permitindo seu acompanhamento e seu uso em comparações.

Durante os últimos dois anos, o *net exposure* de nossos fundos esteve na maior parte do tempo em patamares superiores aos dos anos precedentes. No LB, onde há maior flexibilidade de exposição, enquanto a média dos anos 2010-16 foi de 47%, o *net exposure* foi de 60%, em 2017, e de 70%, em 2018. No LO, a média de 2010-2016 foi 88%, subindo para 95%, em 2017, e 96%, em 2018.

No caso do Long-Biased, um dos erros de avaliação possíveis ao se olhar estritamente a exposição líquida como medida para avaliar a exposição a risco tem a ver com a relevância do nosso portfólio *short*. Na Squadra, costumamos considerar um investimento *short* como um centro de lucro e não como *hedge* do portfólio, da mesma forma que encaramos os nossos *longs*. Por esse motivo, olhar o *long exposure* acaba por refletir de forma mais direta o incremento de exposição. Nessa métrica, a média de exposição foi de 62% entre 2010 e 2016, subindo para 82%, em 2017, e 90%, em 2018.

Em cartas anteriores, comentamos com os senhores que, pela nossa filosofia de investimento, o comportamento esperado dos fundos geridos pela Squadra seria que apresentassem performance superior aos índices de ações em períodos de baixa, mas que *underperformassem* em intervalos de alta expressiva. No comparativo com a renda fixa, períodos de alta do mercado acionário tenderiam a nos ser favoráveis, já que o investimento *long* em ações é o elemento central do nosso portfólio. Olhando o ciclo completo, esperamos (e trabalhamos para) seguir gerando valor para nossos cotistas que investem conosco por horizontes prolongados na comparação com qualquer dos dois referenciais.

No acumulado desde o fim de 2015, entretanto, nossos fundos acabaram por superar moderadamente os referenciais mesmo num período de forte alta do Ibovespa (Long-Biased +109,2%; Long-Only +109,9%; Ibovespa +102,7%). Entre as razões para esse desempenho, além do maior *exposure*, há uma combinação de investimentos acertados com menos erros / erros menores. Mais à frente nesta carta, abordaremos alguns casos de destaque.

Ademais, nesse intervalo de três anos, 2018 teve performance destacada e acreditamos que deve ter chamado a atenção dos senhores que o Long-Biased teve performance superior ao Long-Only. Por isso, julgamos útil tecer alguns comentários para permitir melhor compreensão de como gerimos os fundos.

Acreditamos que a maior parte daqueles que leram nossa última carta e nos acompanham esperasse por isso, mas a principal razão da maior alta do LB foi o ganho do nosso portfólio *short*. Em 2018, vimos o início da concretização de nossa tese negativa para o setor de Educação, o que abordaremos com mais detalhes adiante na carta. No acumulado dos últimos 3 anos, a contribuição dos investimentos *short* para a performance do Long-Biased foi positiva apesar da alta expressiva do mercado de ações, o que reforça nossa crença na forma como administramos essa estratégia. Nós construímos a Squadra, pensamos nossa estrutura, dedicamos tempo e esforços para que o portfólio *short* seja um diferencial de nossa gestão e uma fonte de valor para nossos clientes.

Outro ponto, provavelmente menos intuitivo, está relacionado à maior flexibilidade que a gestão do LB permite. Em cartas anteriores, já discorremos sobre algumas diferenças na gestão das duas estratégias e sobre como usamos o maior leque possibilitado pelo Long-Biased para composição de *hedges*, sobretudo aqueles dedicados à proteção para eventos de cauda. Não obstante, no último ano, também pudemos nos valer do outro lado (menos frequente) da moeda. Em momentos de preços atraentes, utilizamos estruturas de opções para aumentar nossa exposição com risco limitado em empresas que investimos há anos e para as quais temos boa percepção de valor intrínseco. Por essa razão, em 2018, o LB apresentou ganhos maiores que o LO em algumas ações, principalmente Equatorial Energia e BR Malls.

Essas duas razões explicam a maior parte da diferença de rendimento. Fatores menos relevantes incluem ganhos com câmbio, com *pair trades* (PN vs ON e Holding vs Controlada), performance positiva de nossos *hedges* baseados em índices de ações e acerto no uso do caixa para aumentar posições ao longo do ano.

Value investors tendem a carregar uma boa dose de ceticismo ao analisar as possibilidades para o futuro. Investir seu próprio dinheiro e o de seus clientes inseridos no ambiente permeado pelos conflitos de interesse do mercado financeiro e pelos vieses do mundo corporativo exige que se mantenha constantemente a guarda alta. Mesmo contando com uma boa capacidade de discernimento, nosso *mindset* está naturalmente forjado com o objetivo de combater o risco de perda permanente de capital.

Nos últimos anos, no entanto, a gestão do nosso portfólio teve um desafio constante de se equilibrar entre nosso ceticismo por formação e o risco de perder oportunidades muito atrativas que o contexto favorável nos sugeria. Acabamos por encontrar a resposta através do nosso trabalho cotidiano de estudo das empresas. Tendo como pano de fundo o cenário contextualizado na seção anterior, também previamente abordado na última carta, direcionamos esforços de análise para companhias que, durante um longo tempo, não estiveram na nossa “*wishlist*” de investimento. Ao encontrarmos empresas com possibilidade concreta de melhoras substanciais em seu valor intrínseco, pudemos progressivamente aumentar nossos investimentos com maior grau de convicção.

Provavelmente, o maior exemplo de como buscamos encontrar esse equilíbrio na gestão seja nosso envolvimento com companhias estatais. Na maior parte da história da Squadra, nosso investimento em empresas de economia mista tinha sido zero ou apenas marginal. Tivemos um investimento bem-sucedido no IPO da BB Seguridade, a qual praticamente não se enquadra no estereótipo de firma estatal. Afora esse caso, tinha havido alguns investimentos menos relevantes e esporádicos, concentrados em Petrobras, com mais perdas do que ganhos, mas nada muito expressivo.

Nossa abordagem para intensificar o entendimento e iniciar investimentos em empresas de economia mista começa com a compreensão sobre o, então provável, novo ciclo pró-negócios que teríamos pela frente. Bem impressionados com os primeiros desenvolvimentos nesse sentido, passamos a nos perguntar de que maneira os diferentes setores e empresas da economia seriam impactados. Não era difícil enxergar os benefícios que a nova agenda geraria para a economia em um prazo mais longo, mas o exercício mais importante era identificar antecipadamente quais companhias se beneficiariam e ampliariam seu *earnings power*. Um caminho natural foi olhar para onde houve a maior destruição de valor no ciclo anterior: as empresas estatais, que ainda carregavam o status de “*junk*”.

Sem dúvida, grande parte do ocorrido com essas companhias durante uma década resultava em danos irreversíveis. Como recuperar bilhões investidos em extensas terraplanagens de refinarias que nunca serão construídas?

No entanto, a análise fundamentalista dessas empresas era igualmente extensa e pareciam abundantes as oportunidades de melhorias e de reversão de fração relevante das perdas anteriores. Já em nossa última carta, dedicamos dois parágrafos para mencionar sucintamente as transformações em curso na Petrobras e Eletrobras. De forma abrangente, enxergávamos (e ainda enxergamos) uma ampla gama de alavancas de geração de valor que se sobrepunham aos riscos envolvidos, os quais dominavam boa parte das nossas discussões diárias.

Ao olharmos a outra parte primordial da equação de investimento, o preço, é bastante complicado se falar em margem de segurança em empresas controladas pelo governo, onde o desalinhamento de interesses leva a soluções “criativas” de destruição de valor quando se verificam períodos longos de políticas equivocadas. No entanto, é certo que identificamos muito potencial de apreciação nessas companhias.

Começamos investimentos em estatais em 2016, nos tornando acionistas de Eletrobras e Petrobras. No ano seguinte, identificamos oportunidade em CESP, participamos do IPO da BR Distribuidora e, mais recentemente, nos atraiu a equação de risco-retorno do Banco do Brasil.

Quando refletimos sobre essa empreitada, percebemos que possuir um horizonte de médio-longo prazo tem sido de fundamental importância. Sabíamos que, apesar da tendência primária ser positiva, as curvas no caminho sempre testam a convicção do investidor. Além das variações de preço típicas de *Mr. Market*, a própria agenda de melhorias dessas companhias envolve variáveis de elevada incerteza, como alterações regulatórias, mudanças legais e realização de leilões. Há também a luta constante contra a correnteza imposta pelo establishment, beneficiário maior do que é ineficiência na ótica do acionista minoritário. Mesmo tendo claro em nosso arcabouço mental que a trajetória seria não linear, vivenciar esses acontecimentos é sempre mais desafiador do que enuncia a teoria, e a gestão do tamanho dessas posições em empresas estatais tem sido menos “*buy and hold*” que o nosso habitual.

Houve percalços no caminho, e alguma sorte também. Foi necessário tempo para que evoluções positivas acontecessem e o investimento nessas cinco companhias “estatais” acabou por se traduzir em ganhos bastante expressivos para nossos fundos em 2018.

A adoção das aspas na última frase do parágrafo anterior se justifica, dado que a CESP foi privatizada em leilão realizado no último mês de outubro, perdendo tal status. Inclusive, boa parte da valorização da ação ocorre na sequência desse evento. Adicionalmente, Eletrobras e BR Distribuidora têm sido constantemente objeto de ações e de declarações no sentido de serem privatizadas. Mesmo a Petrobras pode se ver livre da principal amarra usada pelo governo ao longo de décadas em prejuízo dos seus acionistas minoritários, caso avance a venda da unidade de negócio de refino, “libertando” a companhia de seu poder de preço no mercado local.

Certamente, avançou-se na trajetória de melhoria que vislumbrávamos e o contexto atual é propenso para continuarmos testemunhando evoluções benéficas, mas também temos consciência de que os preços desses ativos são mais altos do que já foram no passado recente. No agregado, o investimento nessas companhias estatais segue sendo relevante no portfólio da Squadra.

No ano de 2018, a maior contribuição *long* individual para os nossos fundos veio do investimento em Eletropaulo, companhia que acompanhamos desde meados de 2006, ainda antes da formação da Squadra.

Concessionária de distribuição responsável pela região metropolitana de São Paulo, a Eletropaulo é a maior do país em termos de energia elétrica distribuída, atendendo a mais de 18 milhões de pessoas em 24 municípios. Em fevereiro de 2017, seus acionistas controladores anunciaram a intenção de migrar a companhia para o Novo Mercado⁴, através da conversão da totalidade das ações preferenciais da empresa em ordinárias.

Os controladores até então, a americana AES Corp. e a BNDESPAR, passariam a ter menos de 40% do capital votante. Ainda que continuassem a priori como acionistas relevantes, a estrutura da operação, que envolvia cisão de participação detida por holdings, dissolução de acordo de acionistas e movimentações no balanço global da AES, indicava um provável interesse em venderem suas ações.

A maior e mais nobre concessão do setor no Brasil se tornaria, portanto, uma *corporation* sem um bloco de controle definido. A partir desse momento, acreditávamos, a Eletropaulo se tornaria um alvo claro de aquisição, provavelmente por algum grande *player* estrangeiro. O processo de conversão e listagem no Novo Mercado se completou em novembro de 2017, com a subsequente alteração da composição do conselho de administração, que passou a retratar uma companhia sem controlador definido.

Apesar de acreditarmos que uma empresa com as características da Eletropaulo não permaneceria “à deriva” na Bovespa por muito tempo, somente iniciamos nosso investimento em março de 2018, após a resolução de um importante passivo *off balance* que a companhia possuía com a Eletrobras. Resolvia-se ali uma disputa judicial que se arrastou por décadas entre as duas empresas. Por se tratar de um potencial passivo relevante, as discussões sobre o valor intrínseco da Eletropaulo sempre esbarravam no tamanho dessa conta, que poderia variar, de acordo com nossas estimativas, entre R\$ 1 bilhão e R\$ 3 bilhões. Com o acordo selado em R\$ 1,5 bilhão, a companhia passou a ter um *valuation* mais tangível e, principalmente, bastante interessante dada sua importância estratégica e as oportunidades de melhoria operacional em sua concessão.

Menos de um mês após o anúncio do acordo com a Eletrobras, enquanto montávamos gradualmente nossa posição, veio a primeira oferta pública de aquisição (OPA) da Eletropaulo, divulgada pela Energisa no dia 5 de abril após o fechamento do mercado. O enredo que imaginávamos começava a se desenhar. A oferta avaliava a companhia a um pequeno prêmio para as cotações de mercado, mais precisamente a R\$ 19,38 por ação, um preço bastante atrativo para um excelente operador como a Energisa. Decidimos aumentar substancialmente nossa posição acreditando em uma potencial disputa pelo ativo por vir. Estivemos ativos nos pregões subsequentes até adquirimos, ao final do processo, uma posição equivalente a aproximadamente 5% dos nossos fundos, ao preço médio em torno de R\$ 20 por ação.

Após a divulgação da oferta da Energisa, a Neoenergia, controlada pela espanhola Iberdrola, e a italiana Enel entraram no páreo, protagonizando uma disputa digna de filme de cinema. As ofertas pela companhia foram elevadas para 25,51, 28,00, 29,40, 32,00, 32,10 e 32,20 reais por ação em menos de 30 dias, numa sequência que só foi interrompida quando a CVM⁵ interveio e determinou a realização de um leilão único, com envelope fechado a ser entregue no final de maio.

⁴ Segmento de listagem da BM&F Bovespa de mais alto nível de governança corporativa, onde o capital deve ser composto apenas por ações ordinárias.

⁵ Comissão de Valores Mobiliários

A cada novo lance, o preço de mercado se ajustava para um prêmio apenas moderado em relação à última oferta vigente. Na nossa análise, a combinação da unicidade do ativo com o alto endividamento da Eletropaulo permitia imaginar valores elevados pelo *equity* da companhia. Outros fatores como a relevância modesta do investimento frente ao porte global das concorrentes, o ímpeto demonstrado nas ofertas sucessivas e até mesmo uma aparente rivalidade europeia reforçavam nossa impressão de que os postulantes incorporariam a maior parte dos numerosos ganhos possíveis em suas projeções. Finalmente, o modelo de envelope fechado estabelecido pela CVM era perfeito para a maximização do valor. De verdade, quem quisesse ser vencedor teria de apresentar sua melhor oferta.

Quando os envelopes foram revelados, a Neoenergia ofereceu R\$ 39,53 por ação e foi superada pela italiana Enel. No dia 4 de junho, vendemos nossas ações para a Enel no leilão da OPA por R\$ 45,22, mais que o dobro do nosso preço médio.

Nos investimentos, tal como na vida, é comum que as melhores histórias ainda sejam acompanhadas de uma dose de sorte. A abertura dos envelopes na disputa pela Eletropaulo precedeu por poucos dias os *lows* do mercado no ano, atingidos em meados de junho. Além do excelente (e rápido) retorno, a venda das ações acabou sendo fonte de caixa para nossos fundos comprarem barato mais ações das empresas que já possuíam.

Em abril do último ano, os fundos geridos pela Squadra ancoraram o IPO do Banco Inter. Esse investimento se iniciou de forma mais favorável do que poderíamos antecipar e acabou por trazer um ganho de destaque para os fundos já no ano de 2018.

As FinTechs são um fenômeno mundial. As promessas e expectativas em torno desse universo, que engloba desde um enxame de *start-ups* até companhias avaliadas em centenas de bilhões de dólares, são tremendas: muitos observadores sustentam que o setor financeiro está à beira de uma disrupção em larga escala. Inserido nesse contexto global, o Brasil é certamente um dos melhores países do mundo para se investir em uma FinTech bem-sucedida. Enquanto o setor bancário mundial pensa para apresentar lucro acima do custo de capital desde a crise financeira de 2008, os bancos de varejo brasileiros estão em seu patamar mais rentável da última década ao compararmos com o custo de oportunidade. Aqui, de fato, há retorno excedente para ser capturado e não unicamente a pretensão de se inovar, através da busca por uma atuação mais eficiente ou especializada, em um negócio deficitário.

Reconhecemos as dificuldades de se investir em um modelo de negócios em estágio menos maduro em relação ao corriqueiro para companhias listadas, mas acreditamos que o Banco Inter esteja construindo um negócio potencialmente poderoso. Ao se tornar o sexto banco brasileiro com abrangência nacional a desenvolver uma ampla base de correntistas e depositantes, o Inter passa a ter acesso a *funding* pulverizado de varejo. Valendo-se de um modelo de relacionamento digital, com baixos custos para atração do cliente e de operação, a instituição tem avançado no seu propósito de “revolução bancária”, oferecendo produtos financeiros com preço mais baixo e melhor serviço para seus correntistas.

Ao contrário de Eletropaulo, em que o ano de 2018 marcou praticamente o fim da trajetória da empresa no mercado acionário, nossa sensação é que a história do Banco Inter está apenas no começo. Continuamos a ser acionistas do banco, que está consolidando seu espaço em uma arena que acompanhamos com enorme interesse, inclusive por também investirmos nos incumbentes. Conforme nosso investimento evolua, analisaremos a necessidade e conveniência de escrever de forma mais extensa aos senhores sobre o tema em uma próxima carta.

Em dezembro de 2017, empolgados após o *Investor Day* da Kroton, evento onde a companhia apresentou os planos para sua transformação digital, os analistas de uma grande corretora reforçaram sua recomendação de Compra para as ações da empresa, com preço-alvo de R\$ 27,40 por ação⁶: “...acreditamos ser apenas questão de tempo para que a Kroton se desloque do universo de valuation do setor de educação e se junte a Google, Amazon e Apple como uma disruptora global de tecnologia.” Uau! Isso sim é gostar de uma ação!

Apenas onze meses depois, em novembro de 2018, após resultados aquém de suas expectativas, a mesma corretora revisou sua recomendação para as ações de Kroton de Compra para Neutro, com preço-alvo de R\$12,40 por ação, afirmando enxergar anos mais difíceis pelo caminho.

Acreditamos que a rápida reversão de expectativas relatada acima é uma evidência de que nossa tese *bearish* para o setor de educação aponta na direção correta. Em nossa última carta, discutimos com maior profundidade seus fundamentos, comentando que a indústria sempre apresentou características de um negócio *commodity*, em que a maioria das companhias oferta produtos sem diferenciação e de baixa qualidade. Com o enxugamento do FIES⁷, dizíamos que a lógica econômica da indústria deveria retornar, paulatinamente, para o observado até o ano de 2010, época onde as companhias lutavam para manter suas mensalidades estáveis em termos nominais, apresentando retorno sobre o patrimônio abaixo do custo de capital.

O ano de 2018 foi bastante decepcionante para todas as empresas listadas do setor, trazendo uma dura realidade para os otimistas de plantão. As ações de Kroton, Estácio, SER Educacional e Ânima apresentaram respectivamente quedas de -50,1%, -22,4%, -48,9% e -39,2%, frente a uma alta de 15,0% do Ibovespa no ano. Sem o FIES, a captação de alunos se tornou bem mais desafiadora e competitiva. A abertura significativa de novos campi de ensino presencial, vista inicialmente como válvula de escape para promover o crescimento da base de alunos, tem se mostrado ineficaz, dado que a demanda do setor já se encontra totalmente atendida pela capacidade instalada atual. Por último, para surpresa de muitos, vem caindo por terra um importante dogma da indústria: os 50% de evasão de alunos durante o curso. Sem a influência do FIES, dados recentes apontam para índices de evasão acima desse patamar, atingindo, em alguns casos, mais de 50% apenas no primeiro ano de curso e pressionando sensivelmente a base de alunos das companhias.

Nesse contexto, na tentativa de manter seus resultados contábeis e níveis de rentabilidade, algumas companhias reforçaram suas estratégias de crédito, passando a atuar cada vez mais como bancos, oferecendo financiamentos aos alunos em troca da promessa de pagamento futuro. Pela lógica contábil, o lucro potencial dessa operação é registrado de maneira antecipada enquanto o aluno estuda, mas seu resultado real só ficará claro alguns anos depois, quando o aluno, evadido ou formado, quitar de fato (ou não) a dívida contraída com a faculdade. Em nossa última carta, mostramos ceticismo com relação ao nível de provisionamento desse tipo de programa e dados subsequentes de evasão dos alunos ligados a esses financiamentos reforçam nossa tese.

Após o *phase out* do FIES, que tem seu último degrau relevante na base de alunos das companhias no início de 2020, acreditamos que a próxima fase de decepção virá justamente da materialização, acima do esperado, da inadimplência dos programas *in house* de financiamento. Juntando-se isso à pressão competitiva crescente que esperamos para a indústria, continuamos enxergando tempos difíceis por vir para algumas companhias. Pelo presente exposto, seguimos carregando uma posição vendida relevante em ações do setor.

Ainda sobre nosso portfólio *short*, mais recentemente, têm nos intrigado a excepcional rentabilidade, baixa volatilidade e alta previsibilidade guiada para uma empresa do setor de seguros. Em um *business* que, tal como o setor de educação superior discutido acima, possui natureza *commodity*, chama atenção que tenhamos no Brasil a empresa distanciadamente mais rentável e mais cara do mundo no segmento. Como os sinistros segurados e suas reservas possuem caráter de longo prazo e intrinsecamente envolvem um grau de subjetividade que já

⁶ A ação KROT3 negociava, à época, ao preço de R\$16,99.

⁷ O Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) é o Programa do Ministério da Educação (MEC) que financia cursos superiores não gratuitos para determinados alunos, a juros subsidiados.

motivou comparações com um “self-graded exam”, nos indagamos se os resultados correntes refletem de fato a real lucratividade do negócio. Ao longo do último semestre, esse novo investimento se tornou uma das nossas principais posições *short*.

Ao se analisar uma oportunidade de investimento, frequentemente algum risco é avaliado como de alta probabilidade e/ou de alto impacto e opta-se por não investir. Em outras ocasiões, o risco identificado parece ser compensado pelo preço pago e pelas oportunidades de ganho envolvidas, motivando a decisão de se alocar determinada parte de seu patrimônio. Em todos os casos, a decisão de investir ou não naquela oportunidade envolve implicitamente uma avaliação da matriz de probabilidade de determinados eventos se materializarem ou não, bem como de seus impactos.

Questões ligadas à governança e partes relacionadas entre empresas e seu controlador ou acionista de referência são constantemente avaliadas sob essa ótica. Em alguns casos, se passam anos sem que nada ocorra, o que acaba por dar conforto aos atores sobre aquele risco identificado. Para muitos participantes do mercado, o ano de 2018 interrompeu essa aparente tranquilidade, pois foi marcado por uma quantidade considerável de eventos envolvendo companhias e seus controladores. Infelizmente, não escapamos incólumes e, apesar de não estar entre as maiores posições dos fundos, nossa maior perda *long* individual no ano foi com Qualicorp. Seria equivocados dizer que o “evento de governança” foi a única razão dos prejuízos com o investimento, mas certamente foi a principal e decisiva para que se tornasse uma perda permanente.

O que tem feito a Squadra para evitar e se proteger dessas situações? A primeira parte da resposta é mais simples e envolve o nosso estudo habitual sobre as companhias, que certamente passa por dissecar sua estrutura de controle, partes relacionadas, governança e alinhamentos de interesse estabelecidos. O outro componente fundamental envolve nosso engajamento na montagem do conselho de administração sempre que julgamos viável, desejável e no melhor interesse da companhia. Aqui, claramente, cada caso é um caso, objeto de ponderação e discussão intensas envolvendo toda equipe. Em cartas anteriores, por exemplo, já explicamos o racional que nos levou a indicar conselheiros para Equatorial e BR Malls. Além dessas, nos últimos anos, participamos ativamente também da indicação e eleição de conselheiros para CVC, CESP, Brasil Brokers e CR2 Empreendimentos Imobiliários, sem considerar as participações e votações corriqueiras em assembleias.

Há ganhos e perdas, mas, no agregado, o resultado dos fundos com essas companhias é largamente positivo e não temos dúvida que esse envolvimento teve uma boa parcela de contribuição.

A Eficiência do Capitalismo

Mesmo acompanhando negócios há muito tempo, todo ano nos impressionamos com a eficiência do capitalismo em arbitrar retornos excepcionais, especialmente aqueles não protegidos por vantagens competitivas duradouras. Na nossa carta aos cotistas de 2016, expusemos nossa visão sobre a entrada da Equatorial Energia no segmento de transmissão:

“Não consideramos, via de regra, investimentos greenfield em geração e transmissão de energia como bons negócios. Por se tratarem de investimentos através de leilão, o vencedor geralmente é, na prática, o grande perdedor: o mais agressivo em todas as premissas que acabam não se tornando realidade. O retorno sobre capital investido auferido é, por consequência, muitas vezes abaixo do custo de capital. Leilão é um ambiente de competição perfeita extremamente eficiente para quem vende, apenas.”

E, após a contextualização do ambiente no setor, concluímos:

“Toda regra, entretanto, tem sua exceção. (...) Criou-se, portanto, uma janela de oportunidade única: de um lado, a necessidade por parte do novo governo de atrair o capital privado rapidamente, de outro, pouca

competição devido à crise econômica do país e à situação específica de empresas do segmento. O resultado dessa combinação apontava para algo não usual: bons retornos em projetos greenfield de transmissão.”

“Diante dessa conjuntura, a Equatorial Energia, de maneira ágil, aproveitou a oportunidade e comprometeu-se com investimentos relevantes no leilão de outubro de 2016.”

Em outras palavras, havia uma janela de oportunidade. Desde então, temos visto leilões cada vez mais competitivos. No lugar dos lotes vazios apareceram deságios recordes, com um crescente número de interessados, inclusive novos *players* atraídos pelo segmento.

Uma relação bastante direta de se acompanhar nesses certames é a razão entre a Receita Contratada (RAP⁸) para o operador das linhas de transmissão e o custo da obra (CAPEX⁹) estimado pela ANEEL¹⁰. De forma simplificada, ao dividirmos a RAP pelo CAPEX, temos o *yield* de receita que o dono da linha terá naquele investimento a partir do momento que se inicie a operação. Na forma de disputa desse leilão, os participantes se comprometem a construir a linha de transmissão especificada até um prazo limite e ganha aquele que oferece a menor RAP, ou seja, aceita a menor remuneração.

Após participar ativamente na rodada de outubro de 2016 e arrematar mais um lote no leilão seguinte, em abril de 2017, a Equatorial se comprometeu com um CAPEX estimado pelo regulador de R\$ 4,6 bilhões em troca de uma RAP de R\$ 845 milhões, o que resulta em um *yield* (RAP/CAPEX) de 18,5%.

Podemos acompanhar essa mesma relação para o resultado agregado do leilão de outubro de 2016 e daqueles subsequentes. Basta considerar a soma de toda a RAP contratada em relação ao CAPEX estimado para o conjunto dos lotes arrematados. Temos os seguintes resultados:

- Outubro/16: 18,3%
- Abril/17: 13,0%
- Dezembro/17: 10,4%
- Junho/18: 7,5%
- Dezembro/18: 8,8%

Incrível como o quadro se alterou num intervalo de dois anos, derrubando o *yield* que acompanhamos em mais da metade!

Um exercício teórico que gostamos de fazer a cada novo certame é o de quanto valeriam os lotes da Equatorial se a empresa se apresentasse como ofertante no leilão, ao invés do seu papel habitual de *bidder*.

Para tal exercício, convém primeiro trazer os números para valores atuais. Com a inflação acumulada de 6,8% nos últimos dois anos, chegaríamos a uma RAP de R\$ 902 milhões para um CAPEX estimado de R\$ 4,9 bilhões. Especificamente para o lote “Equatorial”, mudaria-se o formato de disputa para o modelo de leilão mais tradicional: como o valor da RAP já está contratado e, portanto, definido, o ganhador seria aquele que oferecesse o maior ágio, além de se comprometer com a realização do CAPEX.

De posse dos números e com a regra estabelecida, abririam-se os envelopes. Assumindo que o vencedor do lote “Equatorial” considerasse atraente o mesmo *yield* de 8,8% do comprador médio da última rodada de licitação, ele estaria disposto a investir R\$ 10,3 bilhões para ter direito à receita anual de R\$ 902 milhões. Como o desembolso estimado para construir as linhas se manteria o mesmo (R\$ 4,9 bilhões), o comprador se disporia a pagar a diferença de R\$ 5,4 bilhões para a Equatorial ao longo da construção. Observem que o ágio a ser recebido pela Equatorial seria maior que o valor investido como custo de construção!

Como estudiosos do setor elétrico e conhecedores da natureza otimista das projeções do vencedor de um leilão, sabemos que uma das premissas do ofertante são as economias de custo na realização da obra. Embora as

⁸ Receita Anual Permitida

⁹ Capital Expenditure

¹⁰ Agência Nacional de Energia Elétrica

evidências empíricas apontem que estouros de orçamento são bem mais frequentes do que reduções de custo, acreditar que se consegue construir barato é fundamental para que seu *bid* seja competitivo.

Então, para aprimorar nosso estudo, vamos assumir que o vencedor médio espere economizar 15% do valor da obra estimado pela ANEEL, mirando na realidade em *yield* de 10,4%. Ainda assim, o ágio destinado à Equatorial seria de R\$ 4,6 bi, recebidos concomitantemente com o desembolso da obra, o que equivaleria a uma geração de valor de R\$ 23 por ação.

Evidentemente, esse exercício é bastante simplificado. Para se avaliar de forma completa um investimento em transmissão, além do custo real de obra, são necessárias considerações acerca do cronograma (tempo de obra e possibilidade de antecipação *vs* risco de atrasos), elegibilidade de benefício fiscal, nível de alavancagem, condições de financiamento, custos operacionais, entre outros. Cada lote tem a sua especificidade. Como regra geral, os projetos da Equatorial estão mais próximos de entrarem em operação que os lotes recém-ofertados, possuem Licenças de Instalação emitidas, são localizados nas regiões incentivadas fiscalmente por SUDAM¹¹/SUDENE¹² e contam com financiamento volumoso contratado abaixo do custo soberano de longo prazo, de forma que acreditamos que a estimativa acima subestima o valor que seria arrecadado nesse lote imaginário.

Diante da realidade acima, não é surpresa que a Equatorial não tenha sido especialmente ativa nos leilões de transmissão recentes. Felizmente, a agenda de privatizações atual abriu novas oportunidades de boa alocação de capital e permitiu que a companhia adquirisse no último ano o controle das concessionárias de distribuição elétrica do Piauí e de Alagoas. O segmento de distribuição permite a geração de valor via ganhos com gestão operacional, o que sempre enxergamos como principal fortaleza da companhia. Inicia-se agora um trabalho intenso e prolongado, que acreditamos gere valor aos acionistas. Para o governo e consumidores desses Estados, a aposta é ainda mais fácil. Ambos se beneficiarão enormemente da nova gestão.

Para se chegar ao ponto de realizar esses investimentos, se fez necessário um bem costurado processo de preparação. Em abril de 2015, na primeira assembleia geral após a saída do antigo acionista de referência da empresa, foi eleita uma nova chapa para o conselho de administração, cuja composição praticamente se manteve de lá para cá. A partir daquele momento, uma das principais mudanças promovidas foi um redesenho da estrutura da holding. Augusto Miranda, então CEO da Cemar, subsidiária do Maranhão, foi promovido para se tornar CEO da Equatorial e a nova organização foi concebida tendo como um dos principais objetivos o aumento do foco nas oportunidades de aquisições. A intenção era criar uma estrutura parruda para a área de *M&A*¹³, prospectando e analisando ativamente oportunidades de negócio, inclusive como forma de dar lastro para as tomadas de decisão pela administração e pelos conselheiros.

Naquela época, a ação da Equatorial negociava a cerca de R\$ 32. Desde então, a atividade de *M&A* adicionou mais de R\$ 30 por ação em valor nas nossas estimativas, o que testemunha a relevância que a boa alocação de capital tem tido no retorno dos acionistas. Quando olhamos para frente, temos certeza que, devido à estrutura, governança e alinhamento atualmente desenhados, a companhia está preparada para seguir se beneficiando de oportunidades que se apresentem.

Miscelânea

Em dezembro de 2012, a Squadra adquiriu o controle do Grupo Imaginarium, em um veículo exclusivamente dedicado a esse investimento. Cinco anos depois, no fim de 2017, a própria companhia investida realizou a aquisição da também varejista Puket, fundada em 1988. Com a chegada da Puket e seu faturamento ligeiramente superior ao da Imaginarium, nasceu o Grupo Uni.co, que conta também com as marcas Ludi e MinD, totalizando 432 pontos de venda exclusivos, entre lojas e quiosques, além da presença no canal multimarcas.

¹¹ Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia

¹² Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste

¹³ *Mergers and Acquisitions*

Durante 2018, tivemos o prazer de conhecer e conviver com o time proveniente da Puket. Também foram muito bem-vindos seus franqueados que, assim como os de Imaginarium, MinD e Love Brands, encantam seus milhares de consumidores diariamente.

Nesse primeiro ano de funcionamento do Uni.co, o foco da gestão esteve concentrado em terminar de mapear e começar a capturar as sinergias da integração da Puket ao Grupo, concentradas em despesas operacionais e cadeia de fornecimento. Recentemente, iniciou-se o trabalho mais profundo de identificação das oportunidades na frente comercial, que também tem nos deixado empolgados. Em um ambiente econômico mais positivo para o consumo no Brasil e menos inflacionário para quem tem parte relevante de seus insumos dolarizada, a companhia deve seguir crescendo. Vale lembrar que, desde o momento da nossa aquisição em 2012 até hoje, o PIB brasileiro se encontra praticamente no mesmo patamar, o dólar valorizou 89% frente o real e a inflação composta foi de 6% a.a. No mesmo período, Imaginarium e Puket juntas cresceram 94% seu número de pontos de venda exclusivos e a receita líquida (pró-forma) do Grupo Uni.co se expandiu em 101%, graças à força de suas marcas e ao bom trabalho de suas gestões.

“Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.”

John Maynard Keynes

Começamos a comprar as ações de CESP para nossos fundos de *public equities* ainda em 2017, apostando, à época, no sucesso de um processo de privatização e nos *upsides* que uma gestão privada poderia trazer para a empresa, tanto do lado operacional quanto, principalmente, do lado judicial. A CESP é uma geradora pura de energia elétrica que opera três usinas hidrelétricas, cujo controle pertencia ao Estado de São Paulo. Ao longo do tempo, as amarras de empresa estatal sempre prejudicaram muito sua gestão dos passivos e a entrada de uma gestão privada ativa, que buscasse acordos extrajudiciais para o encerramento das causas, poderia gerar bastante valor para a companhia. No início de 2018, ao percebermos um baixo interesse pelo ativo, decidimos fazer do limão uma limonada: aproveitar as sinergias das nossas áreas de *public* e *private equities* e tentar comprar o controle da empresa no leilão de privatização, através de um veículo exclusivamente dedicado a esse investimento.

Analogamente ao que já comentamos sobre o negócio de transmissão de energia elétrica, via de regra, não acreditamos que um evento de privatização traga oportunidades claras de geração de valor para o comprador, dado o processo de leilão competitivo a envelope fechado. O objeto de venda ser uma geradora de energia com fluxos de caixa relativamente previsíveis e estáveis deveria piorar ainda mais a vida do comprador, pois a disputa tende a se concentrar em apenas uma variável – quem possui o menor custo de capital, vence.

No caso específico da CESP, entretanto, a complexidade extrema de seu balanço patrimonial afugentou grande parte dos *players* tradicionais do processo de privatização. A companhia possui mais de uma dezena de bilhões de reais em potenciais passivos judiciais, cuja origem remonta à atribulada construção de sua principal usina, Porto Primavera, durante as décadas de 1980 e 90. Ademais, a empresa briga na justiça contra a União pelo recebimento de uma indenização bilionária referente à usina Três Irmãos, que foi tomada a fórceps da CESP pela famosa MP 759¹⁴ de 2012, editada pelo governo Dilma Rousseff.

Tratava-se, portanto, de um *research* mais jurídico do que operacional. O correto dimensionamento dos passivos e ativos contingentes é crucial para a avaliação da companhia, trazendo para o gestor de uma empresa tradicional do setor um risco reputacional relevante. Já imaginou falhar na avaliação de uma contingência

¹⁴ A Medida Provisória 579 foi editada em setembro de 2012 pelo Governo Dilma Rousseff tendo como objetivo central a redução de 20% das tarifas de energia no país. O governo federal decidiu não renovar e relicitar as concessões de energia elétrica que estavam por vencer, incluindo aquelas que, por isonomia, teriam direito a uma renovação, como era o caso da Usina Três Irmãos da CESP.

Gostaríamos de agradecer aos senhores cotistas pela confiança de sempre. Pensamos e evoluímos a Squadra de forma a continuar a merecê-la. Estamos à disposição para maiores esclarecimentos em relação aos assuntos desta carta e quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra