



Carta Anual 2020

25 de março de 2021

Prezados investidores,

Após um ano marcado por eventos turbulentos, esperamos que vocês e seus familiares se encontrem bem e com saúde.

Esta nota está dividida em duas seções. A primeira transcorre sobre o desempenho e as mudanças do Fundo no ano de 2020, enquanto a segunda busca explicar um pouco nossa filosofia de investimentos.

O Arbor Global Equities BRL (“Fundo”) encerrou 2020 com rentabilidade de 120% no ano e acumula 408% desde o início¹ – ambos os retornos são líquidos de taxas e custos. A rentabilidade atualizada do Fundo pode ser encontrada [em nosso site](#), com mais detalhes em nossa lâmina mensal e apresentação institucional.

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

Retrospectiva 2020

2020 foi um ano de extremos. De um lado, as mudanças no cotidiano e a crise sanitária trazidas pela pandemia do COVID-19. De outro, as expansões fiscais e estímulos monetários realizados em sincronia em escala global, e o início da vacinação ao redor do mundo.

Assim, os índices MSCI World, S&P 500 e Ibovespa se desvalorizaram 34%, 34% e 47% até seus pontos mais baixos em março e encerraram o ano com desempenho positivo de 16%, 16% e 3% respectivamente². O Fundo passou por *drawdown* semelhante e se desvalorizou 33% até sua cota mínima em março, finalmente concluindo o ano com rentabilidade de 120%.

¹ Início em 20 de março de 2014 como Clube de Investimentos Arbor e convertido em fundo em 23 de março de 2015 - a rentabilidade acumulada desde o início do fundo é de 323%.

² Cotações dos índices medidos em dólares para o MSCI World e S&P 500 e em reais para o Ibovespa.

Os quatro maiores contribuidores responderam por metade do desempenho do Fundo no ano, enquanto os dez maiores representaram 80% da valorização. Desses, apenas a theScore e a Square foram investimentos novos.

Hoje, observamos que a volatilidade atípica do ano nos ajudou a cristalizar nossa filosofia de investimentos. Afinal, se tivéssemos previsto que a epidemia de Wuhan iria se alastrar pelo mundo, como teríamos reagido com nossos investimentos antes e durante a pandemia, e qual seria o resultado do Fundo no final do ano?

Uma estratégia de investimento que exige uma leitura constante do cenário econômico e da reação dos participantes de mercado é estatisticamente difícil.

Por isso, no pico do estresse do ano passado, redobramos nossa atenção a possíveis mudanças estruturais nas companhias que acompanhamos. Reconhecemos que a duração da pandemia era imprevisível e que, portanto, seria impossível formarmos uma opinião com substância sobre os efeitos de segunda ordem.

Regularmente precisamos tomar decisões com a informação incompleta.

Convivemos com a incerteza focando no que nos parece irrevogável. Ainda em março, comunicamos como estávamos posicionados e internalizamos o que deveria ser nosso foco de atenção – narramos o óbvio: “o isolamento compulsório é uma enorme força modeladora e estamos presenciando mudanças de hábitos forçadas que estão acelerando a propagação de diversas tecnologias.”

A leitura de que estamos vivenciando um ponto de inflexão para a economia digital nos ajudou e ainda nos ajuda a abstrair o cenário macroeconômico, mesmo em um ano atipicamente agitado. Seria difícil adotar a mesma postura se o sucesso dos nossos investimentos estivesse à mercê da política e/ou do ciclo econômico.

Mas em uma crise de mercado igual a do ano passado, os choques de preço abrangem quase todos os ativos de risco de forma simultânea. É inevitável que haja oportunidades claras, mas elas surgem quase que restritas para quem aguarda.

O problema em aguardar é que eventos de cauda são raros e segurar uma posição em caixa por um período prolongado custa caro e acomoda. O ápice do pânico exige desse investidor uma mudança de alocação agressiva, rápida e cirúrgica. Enquanto a incerteza induz a paralisia.

Em contrapartida, um portfólio 100% investido é beneficiado pela inação. Sem a variável de “quando investir”, o foco de atenção no longo prazo é preservado. E os investimentos desse portfólio sempre podem ser rebalanceados quando ocorrem deslocamentos bruscos nos preços de ações sem respectivas alterações nos fundamentos.

Seguindo essa filosofia, geralmente realizamos mudanças graduais em nossos investimentos. Mas particularmente em 2020 essa atividade foi mais frequente.

Em março, em detrimento de ações que não se desvalorizaram tanto (como B2W e Netflix), aumentamos principalmente as posições em Magazine Luiza e theScore, e investimos pela primeira vez na Square. Todas essas companhias tiveram suas curvas de adoção aceleradas pela pandemia, mas como as ações das três últimas colapsaram elas se tornaram mais atrativas.

A segunda metade do ano também foi mais ativa que o habitual. Sea Ltd., a maior posição do Fundo desde o início de 2019, passou a ceder mais espaço para a theScore. Também trocamos parte dos nossos investimentos em Magazine Luiza por Banco Inter, Pinduoduo³ e PetroRio – empresa que investimos pela primeira vez em 2015.

Todos esses movimentos na carteira decorreram da análise comparativa de risco e retorno. Vemos essa relação influenciada por dois vetores: preço e fundamento. No longo prazo eles invariavelmente se unem conforme os fundamentos se tornam aparentes, mas no curto prazo os preços oscilam com mudanças de humor e de opinião.

Assim, devido à alta volatilidade e a reprecificação de ativos em diferentes janelas do ano, fomos levados a reposicionar o portfólio mais ativamente. Mas o rearranjo das nossas posições esteve majoritariamente circunscrito a mudanças dentro do portfólio ou a empresas que acompanhamos há alguns anos – essa dinâmica prevalecerá.

Crescimento

Vemos alguns adeptos de Investimento em Valor opinarem em oposição a empresas de alto crescimento. Isso nos espanta, pois provavelmente consumimos da mesma literatura.

Na última carta aos investidores da Berkshire Hathaway, Warren Buffett relembra que a GEICO sustentou um crescimento anualizado de 15% por 83 anos, aumentando sua operação 147 mil vezes desde o seu início. Benjamin Graham, um dos seus principais mentores e um dos pioneiros na disciplina, também teve a GEICO como o seu investimento de maior sucesso.

Esse exemplo não é isolado.

Para ilustrar o argumento, destacamos abaixo o histórico da valorização das ações e o crescimento de receita de algumas empresas icônicas de setores distintos. Todo o histórico foi calculado com a data final em 31 de dezembro de 2020.

³ Começamos a estudar o Pinduoduo com mais detalhe a partir do seu prospecto para IPO em 2018. Na época escrevemos sobre algumas particularidades do seu modelo de negócio, mas não investimos na empresa – o texto está acessível a partir [deste link](#). O aprendizado nos ajudou a compreender o Shopee e a fundamentar nosso investimento na Sea Ltd.

Empresa	Ação (CAGR)	Receita (CAGR)	Receita/Ação	Início	t (anos)
Amazon	36%	28%	77%	2005	15
Netflix	33%	27%	83%	2005	15
Apple	22%	14%	64%	1991	29
O'Reilly Auto	21%	17%	83%	1995	25
Home Depot	21%	18%	85%	1985	35
Starbucks	20%	20%	100%	1994	25
Nike	16%	11%	66%	1983	37
Walmart	16%	15%	93%	1982	38
Média			81%		27

Como a tabela mostra, o crescimento histórico de receita respondeu em média por 81% da valorização dessas ações. Então, se em um período prolongado essa variável é preponderante, faz sentido investir a longo prazo em empresas que não crescem?

Investir em ativos apenas por observar que eles estão baratos não nos parece suficiente, só cumpre um pré-requisito.

Preferimos investir em negócios que podem aumentar o valor intrínseco ao longo do tempo. Ou seja, ao invés de simplesmente comprar 1 dólar por 60 centavos, procuramos pelo “dólar que se multiplica”.

Na nossa linguagem, ambos são investimentos em valor. Mas a despeito da nomenclatura, nossa predileção é enraizada nas vantagens dessa estratégia: nos sentimos mais confortáveis com o tempo ao nosso favor.

“The best results occur at companies that require minimal assets to conduct high-margin businesses – and offer goods or services that will expand their sales volume with only minor needs for additional capital.”

Warren Buffett – Berkshire Hathaway 2020 Annual Report

Notas finais

Comunidade:

No início de 2021 criamos uma comunidade chamada [Arbor D1](#) com o intuito de estimular a troca de conhecimento sobre empresas com alto potencial de crescimento e características intrínsecas que permitem retornos acima da média por períodos prolongados.

Entendemos que as qualidades mais importantes são alto retorno sobre o capital investido e vantagens competitivas crescentes – como efeitos de rede.

Naturalmente, um excelente modelo de negócio não é garantia de retorno financeiro para o investidor, mas consideramos o melhor lugar para procurar.

Fundo dolarizado:

Recorrentemente nos perguntam quando teremos um veículo dolarizado do Arbor Global Equities. Hoje temos a resposta: muito em breve (dias, não meses).

Esse fundo será chamado Arbor Global Equities USD FIA e terá as mesmas características de investimento mínimo, liquidez e público-alvo do Fundo original com hedge cambial. O que muda é o benchmark de performance, que será o MSCI World – um índice global de ações.

Objetivo, Estratégia e Volatilidade:

O objetivo do Fundo é entregar retornos acima da média no longo-prazo e mitigar a perda permanente de capital.

Entendemos que a melhor forma de cumprir esse objetivo é investindo em um conjunto de companhias com excelentes modelos de negócios, em tendências inevitáveis e adquiridas a preços atrativos.

Essa estratégia, entretanto, está exposta a volatilidade. Correções de preço são naturais e não buscamos suavizar o percurso cronometrando o mercado – uma prática que entendemos como detratora de foco e de performance.

Agradecemos a confiança,

Equipe Arbor

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Arbor Gestão de Recursos Ltda. e tem como único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada. As informações aqui contidas são de caráter exclusivamente informativo, não constituindo recomendação, oferta de venda de fundos ou análise de investimento, e não se destina à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, com especial atenção às cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como aos aspectos de risco relacionados ao investimento. Investidores devem consultar profissionais especializados para análise específica e personalizada antes de tomarem decisões sobre produtos, serviços e investimentos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Fundos de investimento em ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os respectivos riscos decorrentes desse cenário. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Este material apresenta projeções, opiniões e portfólios. As conclusões trazidas neste material se baseiam em premissas históricas. Ainda que a Arbor Gestão de Recursos acredite que essas premissas sejam razoáveis, e factíveis, não pode assegurar que sejam válidas em condições reais de mercado.