

**mar**  
asset

carta: Fevereiro, 2024  
Shaping room

## Diferentes pranchas, para diferentes ondas

Decidimos começar a MAR a partir da vontade de rentabilizar nosso próprio capital no longo prazo. Para tal, entendemos que a melhor forma seria a combinação do repertório individual de cada co-fundador em um portfólio único, que permitisse navegar com sucesso os diversos ciclos de mercado.

Nosso nome vem por uma metáfora para o ambiente de investimentos: “O mar exige humildade e respeito. Proporciona desafio, superação e aprendizado. É um ambiente de variáveis inexoráveis no qual somos donos apenas de nossas próprias reações”. E, para melhor nos adaptar às condições do mar, ter diferentes pranchas no *quiver*<sup>1</sup> é fundamental.

Possuímos escolas e expertises em diferentes classes de ativos (macro e micro), mas com uma importante filosofia em comum: somos fundamentalistas. Acreditamos que o intenso estudo, aliado a um horizonte mais

---

1 Um *quiver* é a coleção de pranchas que um surfista possui para diferentes preferências de surf ou condições do mar.

longo de investimento, aumenta de forma relevante nossa capacidade de identificar ativos mal precificados pelo mercado, independentemente de sua classe.

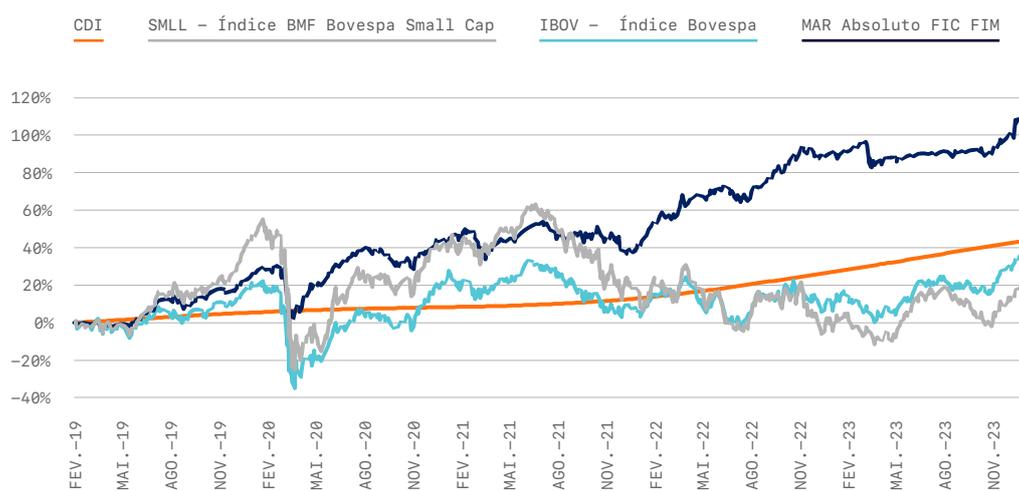
Acreditamos, também, que uma alocação estática entre classes de ativos não fornece a solução ideal para navegar os diferentes ciclos de mercado – que, pelo menos no Brasil, são relativamente curtos, com duração de dois a três anos. Portanto, nos propusemos a criar um fundo com flexibilidade de acordo com a percepção de ciclo.

Foi assim que surgiu o MAR Absoluto, o único fundo da casa e veículo no qual está investido praticamente todo nosso patrimônio líquido. Depois de cinco anos de história, julgamos ter alcançado certo grau de sucesso: dobramos o capital depois de taxas (107%), o que significa um retorno composto de 15,7% ao ano, contra 7,6% do CDI, 5,7% do Ibovespa e 2,3% do iShares BM&FBOVESPA Small Cap.

Podemos dizer, ainda, que ao longo desse período passamos por diferentes ciclos de mercado, com importantes debates estruturais e densamente comprimidos em apenas cinco anos: Bolsonaro, Covid-19, guerras, inflação global, Lula, dentre outros. O resultado dessa proposta de co-gestão está na trajetória da própria cota do fundo, representada no gráfico abaixo.

### Gráfico 1: Comparação de Retorno

1º fev 2019 a 29 dez 2023



Fonte: Bloomberg, MAR Asset

De 2019, quando começamos o fundo, até meados de 2021, a alocação de risco foi mais parecida com um fundo Long-Biased, com maior peso em ações. Isso mudou nos últimos dois anos e meio, quando os temas macro dominaram o risco do MAR Absoluto.

Como consequência, nossas comunicações mais recentes se concentraram nos principais assuntos de política econômica. Gostaríamos, portanto, de compartilhar com mais detalhes a maneira que abordamos o investimento em ações.

Um multimercado que investe em ações não é nenhuma novidade. Acreditamos, porém, que nosso DNA seja diferente. A escolha de ações se dá exclusivamente por uma tese micro em empresas específicas para um horizonte mais longo. O mais comum é o oposto, onde gestores buscam expressar uma visão macro via ações.

Acreditamos que para teses macro, existem os instrumentos corretos. Na prática, significa que não compramos uma exportadora porque achamos que o real vai depreciar, e sim, construímos uma posição no dólar futuro. Da mesma forma, não compramos varejistas porque o juro vai cair, e sim, aplicamos o DI. Agora, não há dúvidas que uma opinião sofisticada sobre temas macro, quando relevantes, podem ajudar no dimensionamento de uma tese empresarial.

Somos *value investors* em ações, além de investidores macro. O mandato do multimercado, se aproveitado da forma ideal, viabiliza a aplicação dessa estratégia em sua essência: comprar ativos descontados em relação ao seu valor justo do ponto de vista absoluto, e não relativo a qualquer *benchmark*.

## “Allow me to re-introduce myself” Jay Z

Investir é uma escolha intertemporal: abre-se mão de consumo no presente para alcançar um maior poder de compra no futuro. Um dos prêmios pela decisão de evitar o imediatismo e a ansiedade natural humana é aproveitar a maravilha matemática dos juros compostos e sua exponencialidade com o tempo: ao compor retorno anual de 20% por 2 anos, por exemplo, se alcança 44% de retorno acumulado, por 5 anos, são 149%, por 10 anos, 519% e por 20 anos, 3.734%.

O gestor de investimentos tem um único papel: direcionar a poupança das pessoas que querem e conseguem fazer essa escolha intertemporal para ativos que possam devolver o dinheiro no futuro com o objetivo de retorno alcançado.

Há diversas formas de se realizar esse trabalho, cada uma com seus desafios e características. Mas quando se pensa em fazê-lo via o investimento em ações, nós temos nossas preferências.

Há quase 100 anos, Ben Graham e David Dodd publicaram um livro chamado “Security Analysis”<sup>2</sup>. Naquele momento, introduziram um conceito até então inovador e que mudou para sempre a maneira de investir. Ao se analisar com cuidado as demonstrações financeiras de uma empresa, seria possível encontrar ações negociando razoavelmente abaixo do seu valor justo, baseado nos ativos atuais e sua capacidade de gerar fluxo de caixa.

Para justificar a razão por trás de tais ineficiências de mercado, Graham também utilizou a analogia do esquizofrênico *Mr. Market*, consequência da irracionalidade conjunta dos investidores no curto prazo. Trouxe também o conceito de margem de segurança e “longo-prazismo” para facilitar a vida do investidor enquanto o tempo, e os resultados da empresa, desempenham o papel de convencer o *Mr. Market* sobre o preço justo daquele ativo.

Warren Buffett se tornou o aluno mais famoso de Ben Graham, que lecionava aulas em Columbia. Seu sucesso como investidor foi fundamental para popularizar o tal conceito do *value investing*. Buffett também trouxe evoluções ao modelo, mostrando que tão importante quanto analisar os ativos atuais, é avaliar o potencial futuro daquela empresa de acordo com seus diferenciais competitivos, o seu *earnings power*.

Nada disso é novidade para quem acompanha grandes investidores em ações no mercado brasileiro, como Dynamo, Squadra, Atmos, Velt,

---

2 Recomendamos a leitura (ou até mesmo releitura) da última edição do livro feita por Seth Klarman.

Constellation e tantos outros. Mas gostaríamos de adicionar nossa interpretação e aplicação de tais conceitos ao debate.

Empresários e/ou executivos tem um papel não muito diferente de um investidor. Eles se financiam (via dívida e/ou equity) para alocar o capital em projetos com retorno prospectivo suficiente para remunerar o risco, repagar o financiamento, e até mesmo viabilizar novos projetos.

Se bem sucedido, esse ciclo virtuoso constrói ativos capazes de gerar fluxo de caixa por muitos anos, sem a necessidade de volumes expressivos de capital. A partir de então, a empresa tem por opção devolver o capital a seus acionistas ou reinvestir em novos projetos.

Ao investirmos em uma empresa por meio da compra de suas ações, nos tornamos sócios desses ativos. Na maior parte das vezes, no entanto, pagamos um “prêmio” por isso, um múltiplo em relação à lucratividade corrente. Esse prêmio deveria refletir o consenso de mercado em relação ao valor presente de seus lucros futuros. É quando divergirmos desse consenso que as oportunidades de investimento aparecem.

Para facilitar a compreensão do negócio que estamos investindo, gostaríamos de valorar a empresa em duas partes: (a) lastro – composta pelos ativos e diferenciais competitivos construídos pela empresa até aqui; e (b) opcionalidades – composta pelas oportunidades de reinvestimento.

Vamos usar uma analogia para melhor representar nossa maneira de pensar.

Imagine que você tem a oportunidade de se tornar sócio de uma série de TV em diferentes momentos.

### **Momento I – A ideia:**

Você recebe o produtor, que te apresenta uma história, e o time que ele pretende contratar para escrever, dirigir e atuar. A ideia parece boa, mas você não tem qualquer fato concreto sobre o potencial da série. Para concluir o quanto vale aquela ideia, você faz inferências baseadas em outras séries do mesmo gênero e pesquisas de mercado, por exemplo. Esse

investimento se parece com uma rodada *Seed*<sup>3</sup>, do mundo de *Venture Capital*. O valor justo estimado está, em sua totalidade, baseado nas opcionalidades (b). Não é o que fazemos na MAR.

### **Momento II – O Piloto:**

Você tem a oportunidade de assistir ao primeiro capítulo dessa série, o episódio Piloto, e financiar o restante da produção em troca de uma fatia na sociedade. Nesse momento, o time já está construído e você é capaz de melhor visualizar aquela história e tirar conclusões sobre sua qualidade. Ainda assim, o episódio piloto sozinho não é comercializável, e existe um risco grande de execução na continuidade da temporada. O lastro (a) já não é mais zero, como no Momento I, mas o valor da série continua baseado essencialmente nas opcionalidades (b). Apesar do risco, caso as opcionalidades funcionem, o valor justo dessa série será múltiplas vezes o quanto você pagou. Portanto, o investimento pode fazer sentido se dimensionado corretamente.

### **Momento III.a – A Temporada:**

A temporada da série já foi concluída e assistida em um país. O sucesso foi enorme, e agora os produtores precisam de capital para expandir sua distribuição para demais geografias. Nesse momento, você já consegue entender o perfil das pessoas que gostaram e seu público alvo (o mercado endereçável). Apesar de existir algum risco nas projeções, há uma maior segurança nesse investimento. Os “ativos” já foram construídos, e agora você tenta estimar sua monetização a partir de quantas pessoas (e de quantas vezes) irão assistir. Isso é o que chamamos de lastro (a). Dado seu perfil de risco, o retorno efetivo exigido pode ser menor. Por conta de sua maior previsibilidade, não é tão comum encontrar investimentos atrativos com tais características. O mais provável é que outros investidores farão um trabalho parecido e não terão grande dificuldade em estimar o valor do lastro. Nesse momento, o preço de equilíbrio para se investir se aproximará

---

3 Os *seed rounds* são as primeiras rodadas de investimento no mundo do *Venture Capital*, quando investidores compram participações em empresas que julgam promissoras muitas vezes antes mesmo de iniciarem o desenvolvimento do produto, com ideias ainda no *Power Point*.

do seu valor justo, e o retorno prospectivo não será o suficiente para remunerar o risco (ainda que pequeno) daquelas projeções.

### **Momento III.b – A Franquia:**

Agora, imagine que no mesmo momento descrito anteriormente, além do lastro (a), você é capaz de identificar a existência de opcionalidades (b). Você conversa com os produtores, diretores e atores, e entende que caso a distribuição da temporada seja extremamente bem sucedida, outras temporadas virão. Ou ainda, ao assistir e analisar a primeira temporada, você percebe alguns personagens fortes que dariam ótimos *spin-offs*, com suas próprias séries. Sem dúvidas, essas projeções são mais arriscadas, mas há inúmeros caminhos para uma monetização muito maior do que apenas da primeira temporada – o lastro (a). É possível que outros investidores não tenham enxergado tais opcionalidades, ou não estejam dispostos a olhar para um horizonte tão longo, preferindo não “pagar” por esse risco. Nesse caso, o preço de mercado tende a refletir apenas os resultados prospectivos da primeira temporada, incorporando pouca probabilidade de sucesso das demais alternativas que você consegue vislumbrar.

Na MAR, investimos nos momentos (II) e (III), mas buscamos incansavelmente situações como o (III.b), a construção da Franquia ainda não percebida pelo mercado. O lastro nos dá a margem de segurança para investir, mas sua composição com as opcionalidades é o que fornece a poderosa assimetria para transformar um bom investimento em algo extraordinário.

Ainda mais importante para que o cenário de opcionalidades descrito em (III.b) se torne realidade, a empresa deve contar com executivos e empresários capazes de identificar as opcionalidades, compreender sua relação risco-retorno, bem como o momento correto de investir em cada uma delas. Entender e conhecer os tomadores de decisão é tarefa fundamental do processo de investimento.

Essa é uma combinação não trivial de se encontrar, e a seletividade é essencial. No Brasil, onde os juros reais costumam ser altos, a impaciência e o *FOMO* (*fear of missing out*) podem custar caro. A maravilha dos juros compostos pode se tornar um pesadelo de custo de oportunidade.

O mandato de um fundo multimercado, se bem utilizado, se encaixa perfeitamente nessas premissas. Quando se inverte a equação, e não há

a obrigação de uma alocação mínima em ações, a barra naturalmente sobe para deslocar capital do caixa para o investimento em uma empresa. Evita-se, ainda, de cair na tentação do *tracking error*, na qual gestores de ações se preocupam mais em não "underperformar" os índices do que, de fato, alcançar uma remuneração interessante sobre o capital investido em termos absolutos.

Opcionalidades dificilmente se concretizam de maneira rápida. Dessa forma, é necessário paciência, disciplina e um correto dimensionamento para navegar a volatilidade de mercado enquanto a tese matura. Investir em empresas nas quais é possível estimar o lastro com maior assertividade facilita essa travessia.

Para um fundo multimercado, isso também significa ter todos os *stakeholders* muito bem alinhados. Pensando nessa dinâmica, decidimos construir a MAR com muita parcimônia na captação de recursos, buscando sócios-cotistas que compreendem a maneira como investimos e nos propomos a compor capital. Não menos importante, foi com essa ótica que alinhamos nossos sócios-executivos, para os quais a remuneração é fruto apenas da participação societária de cada um (não há, por exemplo, *bonus pool* na MAR), o que deve refletir tanto a soma da contribuição individual para a construção da empresa até aqui quanto o valor presente das contribuições esperadas no longo prazo.

A consequência é um ambiente fértil de ideias e com elevada honestidade intelectual. A partir do momento que todos entendem que o protagonismo do risco do fundo é fluido entre as diferentes classes de ativos, o amplo e contínuo debate entre os sócios nos direciona à alocação de capital nas melhores oportunidades identificadas. Essa fluidez significa que o trabalho não é medido pelos resultados de curto prazo, liberando tempo e espaço intelectual para a busca das melhores oportunidades. É o que julgamos ser o ambiente ideal para o investidor fundamentalista.

Essas foram as premissas fundamentais quando começamos a MAR em 2019, com R\$50 milhões sob gestão e apenas os co-fundadores no time de investimentos. Acreditávamos que um fundo com liberdade para alocar capital onde as melhores assimetrias se encontram, seguindo uma

filosofia fundamentalista de longo prazo – tanto em *equities* quanto em macro – seria a melhor maneira para investir nosso próprio patrimônio. Essa ideia se tornou uma empresa, com um time robusto e que passou por diversas iterações ao longo dos últimos cinco anos.

Como não deveria ser diferente, a jornada nos traz novos *inputs* que geram reflexões, que por sua vez retroalimentam esse algoritmo inicial de gestão de portfólio. É o “*frame*” desse filme, que ainda julgamos estar em seus primeiros capítulos, que gostaríamos de compartilhar.

## Game Tapes

*“Surfing isn’t just about riding waves; it’s about understanding the rhythm of the ocean. Watching my own sessions on film allows me to dance with the waves more gracefully.” – Kelly Slater.*

Ao longo das últimas décadas, rever jogos se tornou prática comum entre técnicos e atletas profissionais. Até mesmo para o praticante de esporte amador, é nítida a evolução ao analisar seus movimentos em vídeo, identificar seus principais pontos de melhora, voltar à prática e repetir o processo num *loop* constante.

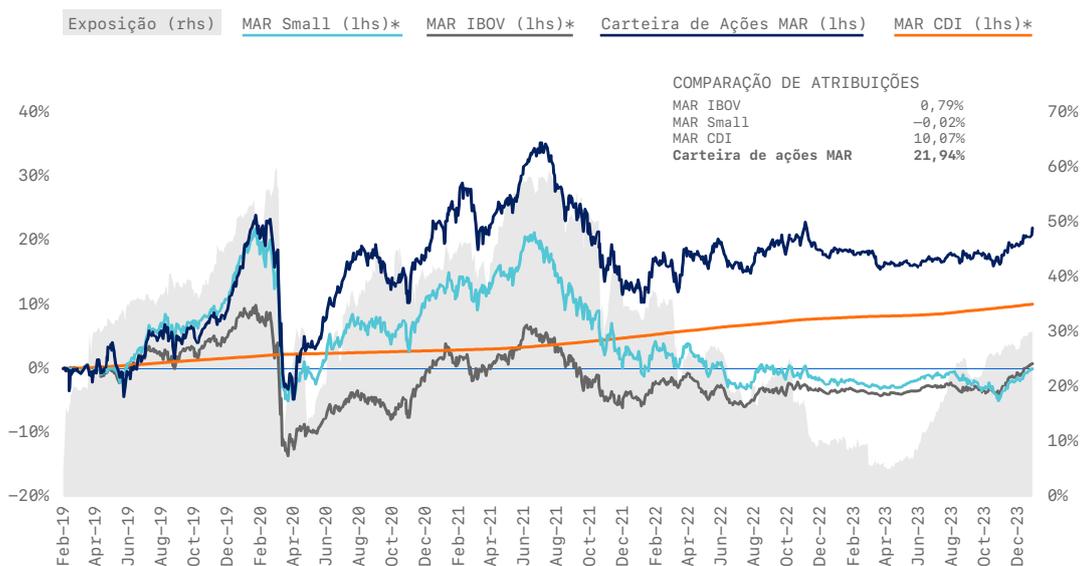
Com seu devido cuidado e atenção à honestidade intelectual, esse exercício pode ser muito poderoso também para os investidores.

Para nós, 2023 foi um ano de muita reflexão. Utilizamos esse período turbulento para um exercício profundo de introspecção, durante o qual olhamos para dentro visando avaliar os resultados da nossa estratégia e de evoluir como investidores em ações.

O gráfico abaixo representa a contribuição do investimento em ações para o MAR Absoluto ao longo dos últimos cinco anos. Em suma, a decisão de alocação nas empresas foi superior em 12p.p. caso tivéssemos optado por manter o mesmo percentual do fundo em caixa (CDI), 21p.p. superior a uma alocação de igual magnitude no Ibovespa e 22p.p. superior para o mesmo no iShares BM&FBOVESPA Small Cap.

## Gráfico 2: Comparação de Atribuição

1º fev 2019 a 29 dez 2023



fonte: MAR Asset

Os grandes detratores de performance foram os investimentos feitos no pós-pandemia, especialmente em setores cíclicos.

No início de 2021, tínhamos uma leitura extremamente positiva do ciclo de mercado, o que sugeria uma alocação maior na classe de ações. Olhando em retrospecto, esse viés nos levou a investir em empresas com valores de mercado que nos davam pouca (ou nenhuma) margem de segurança em relação às nossas projeções. Adicionalmente, demoramos a capitular para o quão inatingíveis eram algumas daquelas premissas iniciais. Como resultado, alguns dos investimentos em empresas dos setores de varejo e de saúde tornaram-se os responsáveis por praticamente toda a perda (permanente) de capital da estratégia até hoje.

Ainda que com dor, esse período nos gerou diversos aprendizados. O principal deles, sobre gestão de risco. Sabemos que erros fazem parte do nosso cotidiano. Afinal, um investidor com uma taxa de acerto de 100% provavelmente não está tomando risco da maneira adequada. Mas acreditamos que podemos evitar que nossos erros nos custem tanto.

Primeiro, fazendo mais do mesmo, intensificando nossa diligência com maior questionamento sobre o *base rate* das nossas projeções, fugindo

das narrativas, focando nos fatos e acumulando ainda mais repertório e compreensão de negócios.

Segundo, e ainda mais importante, por meio da criação de processos mais robustos para fortalecer a tomada de decisão de investimento e do dimensionamento de risco, tanto individual quanto para a classe de ações.

Ainda no exercício de revisão, consideramos válido compartilhar as diferentes etapas do nosso investimento em Zamp. Um caso que nos levou a abrir a caixa de ferramentas para destravar valor ao longo do ano passado.

Iniciamos a posição em 2020, quando a empresa valia cerca de R\$2 bilhões, logo após a pandemia.

O negócio de restaurantes de *fast-food* tem por característica margens baixas e elevada estrutura de custos fixos, no qual eficiência é o nome do jogo. Por sua vez, é um varejo com recorrência, necessidade de capital de giro próxima de zero e muito gerador de caixa após a maturação dos ativos. Nessa combinação, o fluxo de clientes é fundamental. Por isso, se dá a lógica de abrir restaurantes em lugares com muito tráfego de pessoas, como as praças de alimentação dos shoppings, enquanto se constrói conhecimento de marca. Em seguida, busca-se escalar o modelo de lojas de rua, que apesar de mais intensiva em capital, permite maior diluição de custo fixo e rentabilidade.

Em 2020, acreditávamos que a marca Burger King encontrava-se no início de sua segunda fase de expansão, enquanto a marca Popeyes iniciava a primeira. A base de ativos construída até ali (o lastro) seria mais do que suficiente para financiar o reinvestimento em novas lojas de ambas as marcas (a opcionalidade).

Porém, um de nossos principais erros de julgamento foi considerar que os efeitos da pandemia seriam mais temporários do que de fato se mostraram.

Desde então, a dinâmica do setor se alterou completamente, tanto em receita quanto em custos. O *lockdown* reverberou em uma mudança de canais de consumo que consolidou o *delivery* e o *drive-thru* em detrimento do consumo de balcão. A jornada de trabalho híbrida e a falta de lançamentos em cinema reduziram significativamente o fluxo nas praças de alimentação. Adicionalmente, a forte inflação de bens, medida pelo

IGP-M de mais de 50% em três anos, pressionou a despesa de aluguel nas lojas de shopping, com limitada margem de negociação. Essa dinâmica foi extremamente onerosa para uma empresa que possui 70% dos seus restaurantes em shopping centers.

Nesse contexto, a empresa resolveu acelerar seus investimentos na digitalização e na expansão das lojas de rua, ainda sem saber a real rentabilidade e eficácia do capital empregado nessas iniciativas. Em 2022, mesmo crescendo sua receita em mais de 30% quando comparado ao pré-pandemia, seu EBITDA se manteve no mesmo patamar.

O elevado consumo de caixa fez com que a ZAMP, que no período pré-covid usufruía de um balanço extremamente saudável (caixa líquido), atingisse um patamar relativamente elevado de alavancagem financeira, mesmo depois de ter sido forçada a realizar um aumento de capital ao longo desse período.

Como consequência, e após uma série de resultados decepcionantes, seu valor de mercado atingiu um patamar que julgávamos completamente distorcido. A maior operadora de restaurantes próprios do Brasil, que fatura cerca de R\$4 bilhões ao ano, chegou a ser valorada por menos de R\$1 bilhão em certo momento de 2023.

Foi então que percebemos a necessidade da empresa mudar sua estratégia, ao menos até compreender-se qual seria o novo equilíbrio da indústria. Em nossas análises, se a empresa parasse de abrir novos restaurantes, seria capaz de gerar mais de R\$ 200 milhões em fluxo de caixa livre para os acionistas, o que não conversava com um valuation de R\$ 1 bilhão. Esse era o lastro que nos ancorávamos para ter paciência e agir na direção da geração de valor.

Com isso em mente, precisávamos garantir que (i) a realocação desse caixa estivesse sendo efetivamente feita em restaurantes com elevados níveis de retorno sobre o capital empregado (cenário ideal); e (ii) que as despesas corporativas, não diretamente relacionadas à operação dos restaurantes, fossem eficientes.

A partir de então, aumentamos consideravelmente nosso engajamento com a companhia depois de aproveitarmos a queda das ações no início do ano de 2023 para ultrapassarmos 5,0% da base acionária.

Primeiro, sugerimos uma nova chapa para o Conselho de Administração, incluindo um acionista que compartilhava da mesma visão que a nossa, a FitPart, e um membro independente para auxiliar na compreensão dos investimentos em tecnologia, Lucas Cottini. Depois, apresentamos à empresa nosso diagnóstico sobre os exageros em CapEx e G&A. Por fim, engajamos com a RBI, franqueadora de ambas as marcas, Burger King e Popeyes, para sugerir uma revisão do plano de abertura de lojas e garantir a disciplina financeira na realocação de capital.

Ao percebermos que o nosso diagnóstico foi aceito pela companhia, propusemos uma mudança no estatuto social para incorporar um mecanismo de *poison pill*<sup>4</sup>, o que gerou uma reação por parte do fundo Mubadala Brasil, outro acionista relevante, que também identificou a distorção no valor de mercado da ZAMP e resolveu incrementar sua participação significativamente. Como resultado, as ações reprecificaram de R\$3,85 para ao redor de R\$6,00.

Em agosto, com o voto da RBI contra a poison pill, o estatuto social não foi alterado. Para nós, esse foi o sinal mais importante na avaliação de que a detentora da marca tinha então sua preferência revelada: a presença de um controlador ao invés de uma corporação sem controle definido.

Sucedeu-se uma negociação para garantir que a compra de controle por parte do Mubadala se desse por um preço o mais próximo possível do que julgávamos justo. Com isso, nos desfizemos da posição a um valor de mercado ao redor de R\$1,8 bilhão.

Foi preciso nos adaptar como acionistas da ZAMP. De uma combinação de lastro com opcionalidades, que pareciam oferecer um alto retorno prospectivo como investidores minoritários, passamos por um importante “sugestivismo” e um posterior ativismo.

---

4 A cláusula de “Poison Pill” é um mecanismo de proteção ao acionista minoritário ao criar condições para o evento de compra de controle de uma companhia.

Ainda que não tenhamos realizado todo o valor potencial do investimento, o ativismo funcionou como catalisador para a reprecificação mais rápida do valor de mercado de uma empresa que muitos investidores desistiram com o passar do tempo. Dificilmente alocaremos capital com o único objetivo de alterar os rumos de uma empresa, mas sabemos que essa é uma ferramenta disponível em nosso repertório, caso mostre-se necessário.

## A MAR como Investidora em Ações

Organizando a reflexão: Quais os pilares da nossa filosofia de investimento em ações?

### 1. Somos *value investors* com viés para negócios em crescimento

#### 2. Pensamos “Acima da Linha da Receita”

O valor do lastro é consequência da alocação de capital passada, e o valor das opicionalidades é consequência da alocação de capital futura de uma empresa. Entender esse processo de tomada de decisão e quem são os empresários, executivos, e/ou membros do conselho de administração envolvidos no mesmo é tarefa fundamental para determinar o valor de uma empresa. São características que vão além da análise de resultado.

#### 3. Não pretendemos acertar movimentos de preços de curto prazo

Não somos *contrarian*, nem *momentum*. Somos agnósticos por natureza. A decisão de comprar ou vender está no preço absoluto em relação ao que julgamos correto.

Na maior parte do tempo, o preço está para nos servir e não para nos informar. Porém, o exercício de buscar entender o movimento de preços, e a razão por trás de suas distorções, permite muitas vezes um ganho de confiança adicional.

As grandes mudanças de exposição de risco a ações acontecerão como consequência de uma percepção de longos ciclos de mercado.

#### 4. Gestão de Risco - Foco na preservação de capital tende a levar não só a retornos mais elevados, mas também mais consistentes e duradouros

O dimensionamento de uma posição depende majoritariamente da margem de segurança entre o valor de mercado e o valor que atribuímos ao lastro de uma empresa, consequência dos ativos existentes e sua capacidade de monetização no longo prazo. Essa é a melhor maneira de navegar a volatilidade de curto prazo do mercado e evitar que ela se transforme em perda permanente de capital.

Julgamos que a capacidade de reagir quando os fundamentos se alteram, independentemente do preço da ação, é fundamental para evitar armadilhas de valor (*value traps*). Para separar o sinal do ruído, debatemos incansavelmente para a identificação e monitoramento dos principais drivers de uma tese antes e durante o investimento.

### **5. Acreditamos no poder da concentração**

Diversificar é uma consequência de boas ideias em diferentes empresas, o que pode gerar certa desconexão, ajudando a navegar a volatilidade e te mantendo no jogo. Porém, nunca deveria ser uma motivação. Se invertermos essa equação, acabaremos por adicionar ações ao portfólio que ainda não fizemos o dever de casa no nível ideal, muito provavelmente estimando um valor justo incoerente. Dessa forma, estaríamos aumentando o risco do fundo, incrementando a probabilidade de perda permanente de capital, ao invés de reduzir.

Além disso, quanto mais diversificado o portfólio, maior a chance do retorno se aproximar do retorno de mercado, o que não justifica nossa função. Portanto, nossa carteira de ações deverá ter entre 5 a 7 empresas como core, representando mais de dois terços do risco total à classe de ações.

### **6. Acreditamos no poder do “sugestivismo”**

Buscamos investir em empresas cujas qualidades do negócio e dos executivos são suficientes para que desempenhemos um papel passivo, tal qual acionistas minoritários usualmente fazem.

Não tão raramente, no entanto, nos deparamos com situações nas quais acreditamos ter capacidade de contribuir com a gestão da empresa, seja por meio do compartilhamento de análises proprietárias, seja pela participação direta ou indireta da administração, principalmente via Conselhos.

Acreditamos que essa relação com as companhias pode levar, em casos específicos, a significativos eventos de destravamento de valor.

## Oportunidades

Buscamos empresas com ativos correntes bem operados e que geram caixa a ser reinvestido em novas frentes de crescimento rentável; nas mãos de gestores que se dedicam ao tema de alocação de capital; negociadas a um valor de mercado que não reflita essa combinação. Tarefa não tão fácil.

Em nossa carta “Em Busca do Horizonte Gregoriano”<sup>5</sup>, de Novembro de 2022, explicamos como o período de transição, até o fim do surto inflacionário global, se mostrava perigoso para a alocação de risco. Não era desprezível a probabilidade de um longo período de custo de capital mais alto no mundo. Pela primeira vez desde o início do Mar Absoluto, usamos a prerrogativa de “tirar o time de campo” até que o horizonte ficasse melhor definido.

Retirado esse risco de cauda, voltamos a olhar para as oportunidades específicas em diferentes ativos. Para ações, encontramos algumas empresas que se encaixam na combinação que buscamos.

Esse grupo é composto principalmente por Equatorial, Alupar, BTG Pactual, GPS, Eneva, Nubank, Vivara e Allos. Em comum, elas possuem gestores focados em alocação de capital e muito bem alinhados (sejam founders e/ou executivos).

Em nossa última carta, ainda que seu tema principal tenha sido macro, escrevemos alguns parágrafos sobre os investimentos que carregamos há mais tempo, como Equatorial e BTG Pactual. O objetivo da carta atual não é entrar em detalhes dos nossos investimentos, mas descreveremos dois dos mais recentes e suas principais nuances. Reforçamos a sugestão

---

5 [Carta MAR Asset, 2022: "Em busca de um Horizonte Gregoriano"](#).

para o leitor interessado para que acessem as apresentações completas das teses, disponíveis no site da MAR<sup>6</sup>.

Em abril de 2023, nos tornamos acionistas da Alupar, que logo passou a ser uma das principais posições do fundo<sup>7</sup>. Nos preços atuais, é possível investir em uma empresa que possui ativos com fluxos previsíveis, de baixíssimo risco e com expectativa de retorno da ordem de 18% ao ano nos próximos três anos. Adicionalmente, o balanço da companhia e seu *know-how* operacional a colocam em uma posição privilegiada para realocar capital a retornos potencialmente ainda mais elevados ao longo dos próximos anos.

Com um histórico de mais de 20 anos de experiência construindo e operando ativos de transmissão, a Alupar é uma daquelas raras companhias que em nenhum momento de sua trajetória desviou do objetivo principal de qualquer empresa: crescimento sustentável por meio do investimento prudente em iniciativas e projetos com taxas de retorno superiores ao custo de capital. Essa tarefa, aparentemente simples – mas que raros executivos possuem o alinhamento e a paciência para executar – transformou a Alupar em um verdadeiro *compounder*, capaz de sustentar elevadas taxas de retorno por longos períodos de tempo.

Essa característica é resultado de alguns fatores que nós, como sócios minoritários, particularmente admiramos: uma empresa controlada e liderada até hoje por seus sócios fundadores, com incentivos corretos que permitem um processo de tomada de decisão visando, efetivamente, o longo prazo, e uma cultura de gestão ancorada na busca pela geração de valor para os acionistas.

Esses atributos são especialmente importantes em um setor como o de transmissão, cujo crescimento se dá, usualmente, por meio de disputas competitivas em leilões organizados, ambiente extremamente propício para a “maldição do vencedor”. Afinal, depois de meses despendidos analisando todos os detalhes dos projetos, é comum observar a frustração

---

6 [Materiais Publicados, MAR Asset.](#)

7 [Apresentação MAR asset, 2023: Tese de Investimento Alupar.](#)

de engenheiros, advogados e executivos quando não saem vencedores do processo competitivo. Nesses casos, é da natureza humana direcionar para uma atitude de "vencer a qualquer custo". São poucas as empresas que têm cultura, pessoas e incentivos que privilegiem a boa tomada de decisão.

Historicamente, a Alupar foi muito bem sucedida em suas alocações de capital. Desde que começou a avaliar o setor de transmissão, ainda em 1999, a companhia participou de todos os leilões realizados pela Aneel. Mas apesar de analisar, e oferecer lances por diversos lotes, a companhia nunca abriu mão de níveis satisfatórios de retorno. Quando a competição era alta e/ou o retorno prospectivo era baixo, não avançava.

Por outro lado, quando os retornos prospectivos se mostraram excepcionais, foram agressivos na alocação. Nos leilões de 2016, por exemplo, a companhia foi vencedora de oito lotes, com um investimento estimado de R\$ 4 bilhões e um VPL gerado de R\$ 1 bilhão (o valor de mercado da companhia, na época, era da ordem de R\$ 4 bilhões).

Hoje, a Alupar encontra-se pronta para uma nova fase de crescimento. Para os próximos anos estão previstos mais de R\$ 150 bi de capex em projetos de transmissão apenas no Brasil, necessários para suportar o crescimento das fontes de geração renováveis. Adicionalmente, estão intensificando esforços na avaliação de projetos na América Latina, com casos recentes bem sucedidos no Chile, Peru e Colômbia.

Apesar do histórico de sucesso e das avenidas de crescimento, enxergamos a Alupar negociando hoje razoavelmente abaixo do seu valor justo, mesmo se considerarmos apenas o *pipeline* de ativos já contratado. Com uma taxa interna de retorno estimada da ordem de 10% em termos reais, um prêmio de mais de 4 p.p. base em relação aos títulos de renda fixa de prazo equivalente (NTN-B 2035), vemos esse spread próximo ao máximo histórico.

Entendemos que, considerando as características específicas do negócio de transmissão (fluxos de caixa estáveis, corrigidos por IPCA e sem risco de volume ou contraparte), esse prêmio está longe de se justificar, nos proporcionando um investimento que combina um bom carregamento, boa margem de segurança e uma avenida de oportunidades de crescimento.

É uma combinação poderosa, onde o retorno do lastro é interessante se ajustado para o risco, e caso o reinvestimento (opcionalidade) se torne realidade, o retorno potencial do investimento se torna excepcional.

Na outra ponta do espectro de perfil de investimento, em novembro do ano passado nos tornamos acionistas do Nubank. Para nós, junto com o BTG Pactual, o banco forma a dupla de melhores *founders*/CEOs do setor financeiro brasileiro. David Velez, de apenas 42 anos, além da visão de longo prazo necessária para construir algo disruptivo, também se mostrou capaz de garantir um alto nível de inovação e execução.

A maior evidência da sua qualidade vem da consistência entre seu discurso e os resultados entregues nos nove trimestres desde seu IPO<sup>8</sup>. Mas, ainda assim, nos chamou atenção quando o David foi elogiado por Doug Leone<sup>9</sup>, *ex-managing partner* do Sequoia Capital. Para contextualizar o quão relevante é esse elogio, Doug investiu no início da jornada e tem como base de comparação os *founders* de empresas como Google, Instagram, LinkedIn, PayPal e WhatsApp, dentre muitos outros gigantes do Vale do Silício.

*“... David Velez, of Nubank, probably the second best CEO I’ve ever been in business with after Frank... David Velez has vision, very strong execution, and the blend of the two.”*

Talvez um dos pontos mais interessantes desse investimento tenha sido o fato de que nossa diligência começou com um enorme grau de ceticismo sobre a rentabilidade do Nubank. Como seria possível um banco que cresceu tão rápido nos últimos cinco anos passar quase que ileso de uma crise de crédito que afetou alguns dos principais incumbentes e novos entrantes do setor? Mais ainda, um banco que cresceu por meio do cartão de crédito, um dos produtos mais arriscados do setor?

---

8 Uma parte importante do nosso processo de investimento é reler os *transcripts* de resultados e confrontar o discurso dos executivos com os resultados ao longo do tempo.

9 [Podcast: Invest Like The Best, ep. 318](#)

A resposta nos parece estar na inovação. Ao lançar produtos inéditos, como compras individuais parceladas, boletos e pix parcelados, o Nubank conseguiu monetizar o limite de crédito já concedido a quem detém cartão de uma maneira mais saudável, menos dependente do rotativo. Surgiu uma nova modalidade de crédito. Ao invés de atrasar sua fatura inteira, entrando no rotativo a juros exorbitantes, o cliente passou a ter a opção de parcelar a compra que lhe parece razoável, a taxas de juros mais sustentáveis.

Por sua vez, a melhor experiência, fruto não só de tais produtos quanto de sua melhor usabilidade e serviço prestado, leva seus clientes a usar o banco como conta principal e priorizar a manutenção do relacionamento. A soma de todas esses fatores criou uma “senioridade” adicional ao banco como credor.

Mas não apenas o Nubank foi capaz de crescer sua receita após provisão de maneira significativa desde seu IPO, em 2021, como foi criativo (e mais uma vez inovador) ao alterar o modelo de remuneração de seus depósitos, levando o custo de *funding* para patamares realmente competitivos (80% do CDI). Sustentado por uma incrível alavancagem operacional, o resultado teve uma rápida reversão, passando de prejuízo em 2022 para um lucro acima de R\$5 bilhões em 2023!

As oportunidades são enormes, mas também bastante desafiadoras, para alocar o excesso de capital do banco e gerar mais valor para o acionista. Tanto através do lançamento de novos produtos ultra competitivos, como o ainda embrionário consignado, quanto via a aceleração no México e Colômbia, países que começam a ganhar tração.

Com um lucro esperado acima de R\$10 bilhões já para esse ano de 2024, e negociando próximo de 25x P/E, pela primeira vez encontramos alguma defesa de lastro para nos animarmos com o investimento, ainda que em dimensionamento contido.

O resultado corrente segue impactado pelo reinvestimento feito nas novas verticais, e é preciso ter paciência até que os frutos apareçam. No caso do México, por exemplo, entendemos que a trajetória deve ser mais demorada do que o mercado parece estimar. Diferentemente do Brasil, a sociedade mexicana enxerga o cartão basicamente como um produto de

crédito, e não tanto como um meio de pagamento. Portanto, uma originação mais acelerada pode levar a um grave problema de seleção adversa.

Para o Nubank, no entanto, enxergamos uma fortaleza importante e estrutural. Em praticamente todo o globo, os principais bancos se consolidaram por meio de uma série de aquisições, visando angariar novos clientes e incrementar seus canais de distribuição. Ainda que tecnologia seja um tema em voga, o mais comum é vermos incumbentes com uma infraestrutura tecnológica que se assemelha a uma colcha de retalhos de diferentes sistemas legados. É uma estrutura mais cara, menos flexível e sujeita a erros, que limita sobremaneira a capacidade e velocidade do lançamento de novas funcionalidades.

Podemos imaginar como uma nova plataforma, criada inteiramente do zero e baseada nas melhores e mais recentes práticas de desenvolvimento de *software*, capaz de capturar, processar e transformar dados em inovação como nenhum outro competidor, deveria permitir abocanhar um *profit share* muito maior do que o atual.

Esse diferencial competitivo fica ainda mais evidente no (de certa forma já atual) “futuro mundo” do *A.I.*. Com o acelerado avanço na capacidade de processamento dos *data centers*, aliado às contínuas inovações nos campos de *machine learning*, redes neurais e, mais recentemente, os *large language models (LLMs)*, uma companhia que foi concebida, antes de tudo, com tecnologia em primeiro lugar, sai muito na frente. No mundo atual, o foco quase que obsessivo à tomada de decisão baseada em dados fornece um importante diferencial competitivo.

Desde o início o Nubank se estruturou como uma empresa de tecnologia, não apenas em sua maneira de funcionar via *squads*, mas também investindo na construção de times e ferramentas que permitissem à companhia alavancar a utilização de dados. Em 2020, por exemplo, adquiriram a Cognitect, companhia responsável pelo desenvolvimento da linguagem Clojure e do banco de dados Datomic, ambas ferramentas de primeira linha de classe global.

Mas mais importante do que a quantidade das informações disponíveis, é a qualidade das mesmas. A construção de *data lakes* consistentes, segmentados e classificados de forma adequada são essenciais para a

obtenção de conclusões relevantes. Dados desorganizados, por maior que seja a quantidade, são apenas ruído. *“Garbage in, garbage out”*.

É só a partir da construção dessas bases que a companhia se torna capaz de utilizar com eficácia o poder de todas as inovações recentes em tecnologia. No Nubank, não existe decisão que não seja baseada em dados. Seja em relação ao formato ou ao público alvo de um novo produto, por exemplo, seja em relação à aprovação ou não de um limite de crédito para um cliente em específico. Imagine que, em breve, cada cliente do Nubank terá um “banqueiro virtual”, com atendimento individualizado baseado em suas características específicas e limites de crédito baseados em seus hábitos de consumo, permitindo maior granularidade e discricionariedade na definição de preços.

Conseguimos imaginar um futuro que remeta à origem do banco comercial de varejo. Antes dos modelos de crédito em massa viabilizarem o ganho de escala, os bancos eram extremamente regionalizados a fim de permitir uma precificação individual por parte do gerente de uma agência para cada concessão de crédito. Era uma relação extremamente pessoal.

A estrutura e escala já alcançada pelo Nubank o coloca alguns anos à frente de qualquer competidor nesse sentido. O ciclo virtuoso é claro: quanto mais clientes, mais dados, levando a melhor qualidade de serviços e aperfeiçoamento de produtos, o que atrai ainda mais clientes, fechando o ciclo. Enxergamos o Nubank como um vencedor natural no longo prazo.

O tamanho reduzido de posição conversa com as incertezas e com nossa expectativa de tempo até que as opcionalidades apareçam no resultado, construindo lastro para remunerar nosso capital por muito tempo. Essa gestão de risco é fundamental em um investimento que depende do sucesso da empresa em novas verticais.

## Wrap Up

Em resumo, nossa ambição é, no longo prazo, compor a parcela do capital alocada em ações consideravelmente acima do CDI. O principal caminho se dará por meio da escolha de um conjunto de empresas que possuem as características que almejamos, mas que ainda não foram devidamente precificadas pelo mercado.

Buscamos, também, entender o ciclo de mercado dos anos à frente e adaptar nosso apetite a risco. Mas nunca deixar de exigir a margem de segurança intrínseca a ativos que precificam fluxos tão longos e incertos, como as ações de uma empresa. Quando essas oportunidades se materializarem, procuraremos alocar risco o suficiente para que a seleção dessas ações faça diferença no retorno do fundo.

Em cinco anos, cometemos erros e acertos que nos geram externalidades, se observados com o devido cuidado. Nessa linha, acreditamos que a reflexão aqui compartilhada, e seus desdobramentos, são uma evolução (e nunca uma revolução) capaz de aumentar nossas chances de sucesso.

Entendemos também que um passo natural para aumentar nossas chances de encontrar empresas com a característica desejada é ampliar o universo que as buscamos. Em nosso DNA também está o investimento em ações internacionais. Temos um co-fundador que o faz há mais de vinte e cinco anos e outro há mais de dez. Na MAR, ainda estamos no início dessa empreitada, mas já é possível ver esse repertório contribuindo para a tomada de decisão, como quando fizemos o *post-mortem* do Silicon Valey Bank<sup>10</sup> e todo nosso acompanhamento no mundo de *A.I.*

Agradecemos a confiança de todos os nossos sócios nessa jornada de composição de capital de longo prazo. Através de nossa área de relação com investidores, estamos à disposição para aprofundar nos temas que julgarem pertinentes.

---

10 [Apresentação MAR asset, 2023: SVB - Post Mortem.](#)

# mar

asset

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

[contato@marasset.com.br](mailto:contato@marasset.com.br)

rio de janeiro – rj – av. ataulfo de paiva 1165 / 801, leblon – 22440 034

[marasset.com.br](http://marasset.com.br)