

Studio Long Bias – Primeiros 6 meses

Introdução

A principal característica da Studio sempre foi, nestes últimos 13 anos, a análise fundamentalista, *bottom-up*, com horizonte de longo prazo. O princípio inegociável do *value investing* para nós é o de que o preço de uma empresa converge para o seu valor no longo prazo, e esse valor corresponde ao fluxo de caixa futuro da empresa trazido a valor presente.

Julgamos que os mercados podem ser parcialmente eficientes por grande parte do tempo. Contudo, pela ótica do *value investing*, identificamos ineficiências de precificação em diversas teses de investimento. Em nossa visão, essas ineficiências são principalmente geradas pela psicologia dos investidores¹. O *Homo economicus*, tão presente nos modelos financeiros e econômicos do passado, já se mostrou uma figura teórica: se o homem/investidor é um agente irracional, como pode o mercado que ele produz ser eficiente o tempo todo?

Nesse sentido, iniciamos no último dia de março deste ano uma nova estratégia: o Studio Long Bias. Em linha com o diagnóstico acima, nela utilizaremos instrumentos adicionais de gestão quando comparados aos aplicados ao *Long Only*, entre eles:

- Uso amplo de derivativos, para otimizar a implementação das nossas teses de investimento;
- Maior foco na proteção do portfólio para minimizar os *drawdowns*;
- Maior uso de ideias *long and short* e *short* absoluto.

Trataremos desses tópicos em mais detalhe, mas é importante pontuar que entendemos ter, atualmente, os recursos e ferramentas necessários para a implementação, com sucesso, da estratégia *Long Bias* descrita acima.

Diferentemente da estratégia *Long Only*, o *Long Bias* é genuinamente um produto de retorno absoluto, pretendendo superar o custo de oportunidade real em prazos relativamente mais curtos, através da junção das teses de investimento compradas (ou *long*) com os instrumentos itemizados acima. Nosso objetivo é o de buscar o melhor portfólio de ações em termos de retorno ajustado ao risco.

¹ Conceito de reflexividade, como descrito pelo George Soros em *Alchemy of Finance*.

Filosofia de Investimento

A estratégia do fundo tem como foco principal a análise fundamentalista. Os princípios que englobam o *value investing* formam o arcabouço fundamental pelos quais investigamos, analisamos e escolhemos as teses de investimento que compõem o nosso portfólio.

Assim como no *Long Only*, no *Long Bias* procuramos empresas com alto retorno sobre capital, bom potencial de crescimento, vantagens competitivas sustentáveis e um time que tenha bom *track record* em aumentar o valor intrínseco do negócio ao longo do tempo. Essas empresas, conhecidas como *compounders*, tendem a ser parte importante do portfólio.

Adicionalmente, nosso *Long Bias* terá um foco intenso na minimização de risco de perda de capital, tanto nos fundamentos das teses de investimento, quanto na gestão de risco do portfólio. Acreditamos que o sucesso de longo prazo passa de maneira importante por mitigar as perdas, e não necessariamente pelo nível de agressividade da carteira. Somado a isso, uma propriedade importante de uma estratégia de retorno absoluto em ações é ter um termômetro mais sensível sobre o nível de retorno e risco implícito das opções de investimento.

Observando-se isso, implementamos um veículo com bastante flexibilidade², permitindo posições maiores (ou menores) quando julgamos que o retorno é alto (ou baixo) e o risco associado é condizente com a perspectiva de resultados. A movimentação da exposição e alocação nos permitirá, por um lado, não investir ou ter uma menor utilização de risco quando virmos alternativas de portfólio com menor retorno, e, de outro lado, agir de maneira assertiva quando as oportunidades forem boas. A ideia é atuar entre 0 e 100% de exposição líquida e até 250% de exposição bruta.

² Dois conceitos citados frequentemente pelo Howard Marks que nos identificamos são o *defensive investing* e *patient opportunism*.

Processo de Investimento

Todas as teses de investimento carregam em si incertezas endógenas às premissas e estimativas sobre o futuro. Optamos, em nosso *Long Bias*, por encarar o espectro de probabilidades com uma postura defensiva, para mitigar grandes erros, podendo ocasionalmente adotar uma postura mais agressiva quando as opiniões e preços de mercado criarem oportunidades de comprar ativos em que vemos preços razoavelmente distantes do que achamos justo.

- Há uma série de negócios que, por sua natureza, possuem menor risco de projeção. Porém, em nossa visão, o fato de essas companhias serem listadas em bolsa gera desvios na precificação das suas ações substancialmente maiores que seus valores intrínsecos. Estas normalmente têm receitas e margens com menor variabilidade que outros setores, permitindo uma alta confiabilidade nas projeções e bom conhecimento dos negócios. Acreditamos que, ao longo do tempo, essas serão as principais teses em que o fundo estará investido.

- Em outra ótica, companhias e setores cíclicos no mercado doméstico, onde a variabilidade de margem e receita são maiores, o puro *value investing* deveria ser associado a outros elementos, dado que a âncora de valor intrínseco é menos sólida – portanto dinâmicas de curto prazo tendem a impactar mais o preço das ações. Aqui se enquadram também empresas de maior crescimento. Enquanto no primeiro grupo as posições são maiores quando os *valuations* dão mais margem de segurança, nesse segundo as posições são maiores quando acreditamos ter uma opinião razoavelmente diferente do consenso em um horizonte visível.

- Por fim, companhias ligadas a *commodities* possuem variabilidade de receita e margem ainda maiores, retornos sobre o capital baixos no longo prazo e exposição a dinâmicas internacionais que temos pouca visibilidade. Sabemos que, em algumas janelas temporais, essas teses geram grandes retornos: buscaremos essas oportunidades, somente não devemos encará-las como investimentos de longo prazo.

Um aspecto de destaque no nosso processo de investimento é procurar correr os riscos que queremos por meio do amplo uso de derivativos. No nível do ativo, tentamos separar suas distribuições de retorno tentando minimizar/maximizar os potenciais perdas/ganhos. Para o portfólio, pensamos em mitigar o risco de mudanças na correlação dos ativos que sejam negativas para a carteira.

Por fim, constantemente comparamos os riscos de quedas relevantes e a taxa interna de retorno implícita nas nossas projeções. A dinâmica de decisões do portfólio, além dos pontos abordados acima, terá rotações setoriais e uma gestão mais sensível ao retorno e preço. Em nomes específicos, procuraremos ter posições maiores nos momentos em que enxergarmos maior conforto ou diferencial de análise, e menores quando tivermos menor visibilidade. Seremos ativos nessa flutuação do tamanho³ das posições específicas.

Estratégias de Investimento

O portfólio do *Long Bias* será formado por 5 estratégias:

- *Long*: composto pelas teses de investimento compradas, como descrevemos anteriormente. Imaginamos que será a principal fonte de resultado no tempo, onde teremos a maior utilização de risco. Essa estratégia também contará com alguns derivativos, a fim de melhorar o perfil de retorno/risco das nossas posições.
- Valor Relativo: buscaremos tanto oportunidades intrasetoriais, cuja correlação entre ativos é maior, quanto intersetoriais, usando nossa carteira *long* contra uma cesta de ações ou índices. Esse livro será muito importante para a composição do alfa do portfólio como um todo, permitindo uma alocação mais diversificada e com melhor retorno ajustado ao risco.
- *Short Absoluto*: mais complexo e difícil de executar, por ser mais complicado encontrar empresas que se encaixem nesse perfil. Dito isso, ao longo do tempo criamos alguma expertise para atuar nesse segmento, com pequenas posições vendidas no *Long Only*, e achamos que existem abordagens que fazem sentido para o *Long Bias*. Buscamos fazer *short* quando o modelo de negócio da empresa apresenta uma dificuldade relevante, o preço de mercado não reflete nosso diagnóstico e enxergamos no horizonte gatilhos que possam iniciar a convergência do preço para o valor. Não acreditamos no *short* apenas por *valuation*, principalmente em empresas com modelo de negócios espetaculares sob a frágil justificativa de que estão caras.

³ "Sizing is 70% to 80% of the equation. It's not whether you're right or wrong, it's how much you make when you're right and how much you lose when you're wrong," Stanley Druckenmiller

- *Hedge Long*: composto por derivativos sobre ativos que estão presentes na nossa estratégia *Long*. Esses instrumentos têm como objetivo proteger o portfólio para situações não vislumbradas, caso nossas ideias individuais *long* não caminhem na direção que esperamos. Essa estratégia de risco deverá funcionar como amortecedor quando estivermos errados sobre alguma tese, contribuindo também para reduzir risco da carteira em choques potenciais.

- *Hedge Índices*: composto fundamentalmente por instrumentos não lineares, como opções de venda, que permitem gerar convexidade ao portfólio, em que a exposição líquida é reduzida numa queda relevante de mercado. Esses instrumentos são pensados como um *overhedge* nas posições, mitigando os riscos sistemáticos.

Comentário sobre a performance

O fundo, desde seu início, apresentou rentabilidade de 50,6% versus 3,6% de seu benchmark⁴, e -8,3% do Ibovespa. Abaixo segue a atribuição de performance nesse período:

Atribuição de Performance - Studio Long Bias FIC FIM

Estratégias	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Início ³
<i>Long</i>	-4,5%	-0,6%	-10,6%	16,1%	10,6%	8,0%	22,7%
<i>Long/Short</i>	-1,8%	2,5%	-2,1%	0,6%	2,6%	3,0%	6,2%
<i>Short</i>	0,9%	0,7%	0,0%	-0,9%	2,3%	3,2%	7,8%
<i>Hedge Long</i>	1,5%	0,6%	1,7%	-0,2%	2,8%	-0,7%	6,0%
<i>Hedge Índices</i>	4,5%	2,0%	3,5%	-0,2%	2,5%	5,1%	19,9%
Outros ¹	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,8%	-0,6%	1,1%
Custos ²	-0,2%	-0,8%	0,4%	-2,2%	-3,7%	-3,2%	-13,1%
TOTAL	0,6%	4,6%	-6,7%	13,5%	17,8%	14,7%	50,6%

¹ Caixa + Câmbio

² Custos + Taxa Adm. e Pfee.

³ De 31-março até 29-setembro-22.

Tanto pelo prazo curto quanto pelo desenho do fundo, achamos menos produtivo discutir teses específicas nesse momento. Mas vale a pena fazermos rápidos destaques:

⁴ IPCA + Yield IMA-B5+

- O portfólio teve contribuições positivas de todas suas estratégias, trazendo confiança de que nossa abordagem para encontrar ideias de investimento deverá contribuir para a geração de retorno excedente diversificado no tempo;
 - A carteira *long* teve um primeiro trimestre difícil, momento em que tínhamos uma carteira mais otimista. Procuramos aproveitar o período para montar posições maiores em empresas cíclicas domésticas, em preços razoavelmente descontados, o que foi positivo no trimestre seguinte, onde o *book* teve excelente desempenho;
 - Tivemos muito sucesso em uma operação *short* durante agosto e setembro;
 - Conseguimos gerar ideias *long/short* que tiveram boa contribuição de alfa no período, além de ajudarem na relação risco/retorno da carteira como um todo;
 - As proteções via índice (*hedge* índices) foram extremamente importantes nesse período mais difícil do mercado, com operações nos índices tanto locais quanto no exterior;
 - Por fim, o balanço do fundo foi de fato utilizado, como planejado. A exposição líquida variou entre 0 e 100%, com média de 71% no período. Essa é uma característica bastante própria do *Long Bias*.

Estamos satisfeitos com os resultados que obtivemos até agora, mas sabemos que ainda temos muito a trilhar. O negócio de gestão de recursos requer muita intensidade e disciplina, sempre. Nossa história ao longo de todos estes anos indica que estamos aqui para o longo prazo.

Agradecemos a confiança em nós depositada e permanecemos à disposição para esclarecer quaisquer dúvidas.

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, oferta ou recomendação de investimentos em fundos de investimentos ou qualquer outro valor mobiliário, portanto as informações não devem ser utilizadas como fundamento para aplicações ou resgates. O investimento em fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. O material é distribuído com a ressalva de que não oferece assessoria contábil, jurídica ou tributária. Consulte um assessor jurídico ou tributário de sua confiança. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos da Studio Investimentos podem adotar estratégias com derivativos como parte da sua política de investimentos, que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. A rentabilidade divulgada para nossos fundos não é líquida de impostos e taxa de saída, quando houver. RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. RECOMENDAMOS A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO, FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, E LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, SE HOUVER, ANTES DE INVESTIR. O STUDIO LONG BIAS FIC FIM POSSUI MENOS DE 12 (DOZE) MESES, PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE FUNDO(S) DE INVESTIMENTO(S), É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.

Este material tem como único propósito fornecer informações sobre um fundo em específico a seus destinatários, e não constitui ou deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o material foi editado, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.

Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Studio não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Acreditamos que as informações contidas neste material sejam confiáveis, mas não garantimos que sejam exatas ou completas. As opiniões, estimativas, estratégias e visões de investimento expressas neste documento constituem o juízo de nossos estrategistas de investimento dedicados aos clientes, com base nas atuais condições de mercado, podendo ser alteradas sem aviso prévio.

As estratégias e visões de investimento contidas neste material poderão divergir daquelas expressas para outros fins ou em outros contextos por outros estrategistas de mercado. Os pontos de vista e estratégias descritos aqui podem não ser apropriados para todos os investidores. Os investimentos discutidos podem flutuar em termos de preço ou valor. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.

É expressamente proibida a reprodução e circulação deste material, em todo ou em parte, sem a prévia autorização, por escrito, da Studio Investimentos, que não se responsabiliza por eventuais erros ou pelo uso das informações aqui contidas. A Studio Investimentos possui os seguintes canais de comunicação: +55 (21) 3554-0600, ou através do site www.studioinvestimentos.com.br, na seção Contato. Este fundo tem a supervisão e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br



Signatory of:

