

The background of the entire page is a teal-colored photograph of the ocean. The water has a textured, wavy appearance. In the lower right quadrant, a wave crest is visible, with white foam and spray. The overall color palette is monochromatic, consisting of various shades of teal and blue.

mar asset
management

Carta: Fevereiro, 2020

COMO NOS DEFINIMOS

Apesar de não existir uma definição perfeita, um *hedge fund* possui três características principais. A primeira é a flexibilidade regulatória que permite uma adaptação dos investimentos entre as diferentes classes de ativos, o que eleva o escopo de oportunidades de mercado que possam ser aproveitadas. A segunda envolve seu modelo de remuneração através, principalmente, da taxa de performance. A última, e talvez a mais importante, é a possibilidade de combinar posições compradas e vendidas, o que permite isolar riscos de mercado e uma maior alavancagem do portfólio.

Contudo, para obter um retorno acima do mercado de modo consistente, um *hedge fund* precisa de algo mais. Precisa encontrar um *edge*. E de onde vem o *edge* da **MAR**? Ele vem de uma poderosa combinação de investimentos macro e da escolha de ações, centralizada em um *book* único. É parte do nosso DNA.

Neste primeiro ano de fundo, as sinergias capturadas por essas duas estratégias se mostraram como nosso principal *edge*. Esta sinergia dificilmente conseguiria ser replicada por alocações segregadas em um fundo macro e em outro fundo de ações. As duas estratégias precisam ser integradas e debatidas a exaustão. Esta é a melhor forma de definir nosso modelo – uma constante busca por assimetrias de investimentos em diferentes classes de ativos, permitindo uma otimização da relação risco versus retorno em nosso portfólio.

É isto que somos. Um *hedge fund*, talvez sem o *h*. Estamos sempre em busca de um *edge*, com foco na preservação de capital e retorno absoluto para nossos parceiros. Isto só é possível em um modelo de *partnership* onde a honestidade intelectual é um exercício constante. Onde os interesses dos sócios estão fortemente alinhados com seus cotistas. Sempre respeitando nossos círculos de competência.

Somos a MAR Asset.

PERFORMANCE REVIEW 2019

O **MAR Absoluto** completou seu primeiro aniversário ao fim de janeiro de 2020. Como empreendedores, foram 12 meses muito interessantes de aprendizado, desafios, erros e acertos.

Ao longo desse período, contamos com um pouco de sorte pois os mercados nos deram boas oportunidades de investimentos. Contudo, os resultados demonstraram também que o nosso modelo é consistente – as sinergias entre as estratégias existem e são capturáveis – e que funcionamos bem com uma gestão de decisões consensuais e sem separações de limites de risco entre as diferentes estratégias/ classes de ativos.

Gostaríamos de agradecer, especialmente, aos que chamamos carinhosamente de “founders’ round”: os investidores da primeira rodada de conversas que acreditaram no nosso modelo ainda na folha de papel. Esta folha de papel continha a ideia que foi levada à risca na implementação de nosso portfólio em 2019.

Na prática, o que se observou nestes primeiros 12 meses foi o seguinte:

- / Retorno expressivo acima de CDI +10%, nosso objetivo de longo prazo, com nível médio de risco de stress de 20%,
- / Contribuição positiva de estratégias macro (aplicado DIs curtos),
- / Contribuição relevante de “stock picking” (destaque para tese de investimento de BTG Pactual),
- / E também teses que deram errado (*long* peso argentino contra dólar e *long* real contra dólar).

Durante estes 12 meses, a volatilidade média do fundo foi de 9,7%, o maior *draw-down* de 6.0% em agosto e sharpe de 2.2.

Acreditamos que o modelo de cogestão do portfólio, assim como a estrutura do passivo, possibilitaram a boa navegação pela volatilidade do mercado, permitindo que aproveitássemos boas oportunidades em diferentes classes de ativos.

O QUE FOI 2019...

Em seu início, 2019 nos parecia ser um ano de ótimas oportunidades, mas com riscos muito claros a serem observados. Em especial a incerteza quanto à dinâmica entre recém empossados governo Bolsonaro e Congresso Nacional, em vista da necessidade de aprovação da Reforma da Previdência. Por isso, concentramos a maior parte do risco em nosso portfólio aplicado em juros curtos durante o primeiro semestre. No segundo semestre, já com um pano de fundo macroeconômico mais favorável, a parcela de *equities* foi ganhando cada vez mais espaço, uma vez que passamos a ganhar conforto com novas teses específicas de empresas.

O que estava nas nossas cabeças na primeira metade de 2019?

No início do ano, o consenso era de ambiente extremamente positivo para o país, com a implementação de uma tão desejada política econômica de fato liberal e de seus efeitos positivos a médio e longo prazo. Porém, o impacto de curto prazo dessa política liberal era extremamente contracionista para atividade através do aperto fiscal e especialmente parafiscal.

Neste ambiente de contração fiscal/parafiscal, a retomada do crescimento fica naturalmente prejudicada no curto prazo, mas a perspectiva inflacionária e da dinâmica de endividamento do país melhoram sobremaneira.

Inflação controlada, estabilidade fiscal e baixo crescimento em um ambiente de alta capacidade ociosa, levam ao movimento baixista e natural de uma importante variável econômica, a taxa de juros.

Percebemos que, se verificado esse ambiente, o equilíbrio da taxa de juros seria muito abaixo de onde o mercado apontava e, nesse contexto, vislumbramos potencial elevado de cortes de juros pelo BC.

Por isso construímos posição relevante aplicada em juros curtos (Jan20) logo no início de nossas atividades em fevereiro de 2019.

Em ações, concentramos nossa posição em poucas teses. A mais importante era a posição comprada em BTG Pactual, que apresentava uma assimetria muito interessante, e que julgávamos pouco dependente do cenário de atividade econômica.

Por outro lado, se estivéssemos incorretos sobre o efeito fiscal contracionista e a confiança dos agentes econômicos fosse suficiente para fazer o país crescer, os cortes de juros não viriam, mas a bolsa poderia ter uma reprecificação expressiva. Por isso, em conjunto com a tese de queda de juros, carregamos posição comprada em índices de ações.

Tínhamos a expectativa de que nosso portfólio poderia ter uma boa performance em cenários de baixo ou de forte crescimento. Mas, ainda assim, a “não aprovação” da Reforma da Previdência se apresentava como risco relevante para o fundo.

Para nos proteger, compramos inflação implícita longa a 3,90% por entender que essa era a variável com maior otimismo precificado e com maior assimetria caso

a Reforma da Previdência não fosse aprovada. Sem a Reforma da Previdência, o debate de sustentabilidade da dívida/PIB ganharia muita força e a inflação longa caminharia em direção aos dois dígitos.

Assim fizemos: aplicamos em DI curto, investimos de forma concentrada em algumas empresas específicas e um pouco de índice, e compramos inflação implícita longa. No nosso portfólio, também construímos estratégia de opção de real contra dólar, acreditando na apreciação do real, com alta alavancagem por conta da baixa volatilidade implícita e baixo custo das opções.

Com a aprovação do primeiro turno da Reforma da Previdência em julho, ficou claro que o início do ciclo de corte de juros se avizinhava e que o cenário para as empresas serem reprecificadas na bolsa se consolidava. Ao mesmo tempo, ganhamos confiança em novas teses específicas de empresas.

O segundo semestre foi fundamentalmente o desenvolvimento e amadurecimento das teses que construímos. Nossa frequência de alteração de posições foi baixíssima e, basicamente acompanhamos, com muito cuidado e profunda pesquisa, o desenvolvimento desse ambiente.

Vale mencionar que em agosto tivemos nosso maior *drawdown* na cota do fundo. O início de agosto foi muito positivo para todas as nossas teses de investimentos, mas em meados do mês tivemos duas notícias que afetaram nosso portfólio negativamente – a busca e apreensão nos escritórios do BTG e a divulgação do resultado das eleições primárias na Argentina.

A enorme surpresa negativa para as chances do Macri se reeleger afetou nossa posição comprada em peso argentino, que tinha como objetivo buscar o altíssimo carregamento dos juros (70% a.a) durante o período eleitoral. Nossa tese não era apostar na eleição do Macri, mas sim nos aproveitar do carregamento dos juros até as eleições.

As primárias vieram muito diferente do que esperávamos, o que fez com que o resultado da eleição a ser realizada em outubro fosse antecipada com a derrota do Macri. Assim, nossa tese deixou de fazer sentido e zeramos nossa posição com perdas ao redor de 2,5% para o fundo.

A continuidade do semestre amadureceu nossas teses, tanto de juros como de ações específicas e assim terminamos os primeiros doze meses com 27.35% de retorno acumulado.

STOCK PICKING

Nossa estratégia de *stock picking* teve a maior contribuição para o fundo nestes primeiros 12 meses.

A estratégia contribuiu com 16.2% além do CDI. Um significativo retorno tendo em vista que, em média, nossa exposição a ações de empresas foi de 20% no período. Para frente, apesar de sempre buscarmos investimentos com elevada relação risco/retorno, sabemos o desafio de replicá-lo.

Os principais destaques dos últimos 12 meses foram BTG Pactual, Centauro, Natura e Iguatemi (em ordem de contribuição), empresas que ainda permanecem no portfólio. Em conjunto, elas contribuíram com 13.3% além do CDI. Cada tese contava com suas idiosincrasias, mas tinham em comum o seguinte aspecto: empresas com excepcional time de executivos, onde o negócio atual apresenta atrativo *upside* que pode ser altamente potencializado através das opcionalidades de médio/longo prazo.

No início de 2019, BTG Pactual nos parecia ser a melhor das assimetrias. A ação negociava a um descontado *valuation* (1,2x P/B e 8x P/E 2019) ainda impactada pela prisão do Andre Esteves em 2015. Porém, já víamos claros indícios que o negócio estava em outra dinâmica, como, por exemplo, o fato de que o resultado das principais franquias de clientes (Asset e Wealth Management) estavam próximos dos seus mais altos níveis históricos. Percebemos também que o foco dos principais executivos estava dedicado a transformar o BTG Pactual na direção de um banco de clientes e menos em veículo de alocação de capital proprietário. Isso, somado a outros fatores específicos como uma expectativa de maior participação do mercado de capitais na economia, nos deixava confiantes que o *business as it is* deveria ser reprecificado.

Porém a história não parava por aí.

Após alguns anos de testes e pivotadas estratégicas, o BTG Digital iniciava sua nova fase, e o momento não poderia ser melhor para a plataforma. Com o avanço do mundo digital nas finanças do dia a dia dos brasileiros e o amadurecimento da relação dos investidores com Agentes Autônomos (caminho muito bem construído pela XP), nos parecia que o BTG estava muito bem posicionado para finalmente avançar no varejo bancário. Era um *challenger* com robustez, o 6º maior banco do Brasil, com elevada bagagem em crédito, e sem sistemas legados.

Ao longo do ano, ainda que com sustos no meio do caminho como a “busca e apreensão” em agosto, o mercado foi percebendo essa distorção entre preço e valor, o que levou as ações do BTG Pactual a se valorizarem mais de 150% desde que montamos a posição.

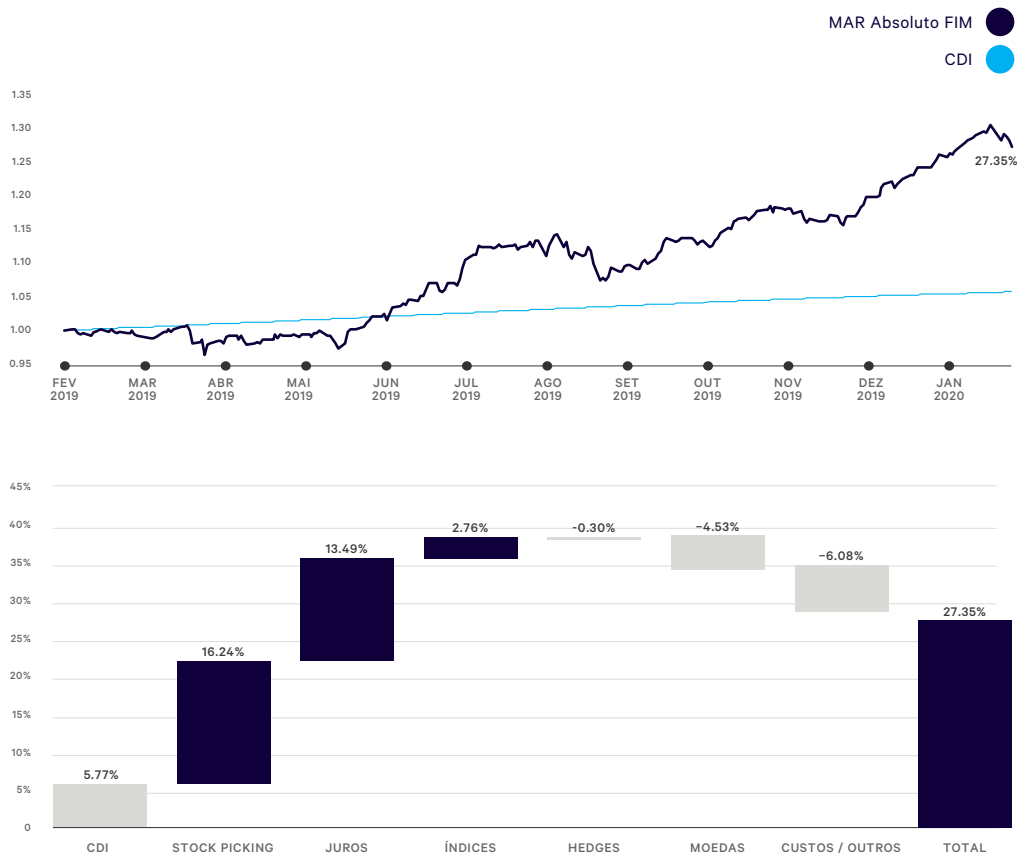
No meio do ano, entre junho e agosto, as ações da Centauro nos chamaram atenção. Víamos ali uma empresa que após anos de restrição financeira, se encontrava capitalizada, organizada, líder num mercado extremamente pulverizado (*market share* de 5%) e executando muito bem o início de uma estratégia “omnichannel”. Com um crescimento já “contratado” de receita através de aberturas e reformas de lojas, o mercado parecia não levar a valor de face essa oportunidade, uma vez que a ação negociava a 12x P/E 2020. Para nós, um *valuation* extremamente descontado para uma empresa com potencial de entregar anos de crescimento sustentável de dois dígitos.

A oportunidade era ainda maior. Com forte identificação com esportes e atividade física, a Centauro pode se tornar um verdadeiro ecossistema, aumentando a fidelização de seus clientes e trazendo um sortimento ainda mais completo no segmento através de seu “marketplace”. A empresa tem as ferramentas para executar essa visão de longo prazo através de um time de executivos muito capaz, liderado pelo Pedro Zemel e com total confiança dos principais acionistas, o fundador Sebastião Bonfim e o líder da GP Investimentos Fersen Lambranhó (Chairman e Vice Chairman do conselho).

As ações da Centauro também tiveram forte reprecificação desde o início da nossa posição, apreciando mais de 100% no período.

PERFORMANCE

1º Fevereiro 2019 a 31 Janeiro de 2020



EQUIPE

Está no nosso DNA sermos uma empresa de time reduzido. Entendemos que para o nosso *partnership* ser efetivo, o número de pessoas na empresa deve ser pequeno. Durante o ano, nossa equipe foi formada por seis pessoas. Três na parte de investimentos e gestão da empresa e três na parte operacional.

Seguindo nossa filosofia de encontrar novos sócios, ao fim do ano conhecemos o Leonardo Andrade a quem damos as boas-vindas. Além de surfista e apaixonado pelo mar, Leo tem 27 anos e sólida formação em análise de empresas focada em M&A e Private Equity. Planejamos trazer mais três pessoas para o time de investimentos durante o ano de 2020.

AUM

O total de ativos sob gestão da **MAR** aumentou de R\$ 40m para R\$ 145m. Mantemos nossa estratégia de atrair passivo de qualidade, privilegiando sempre performance sobre acumulação de ativos.

Mais uma vez, agradecemos o suporte e a parceria da nossa base de investidores. Adoramos escutar o que pensam sobre os mercados, sobre nosso portfólio e posicionamento como empresa.

Nosso compromisso é de seguir entregando performance, nos aproveitando da flexibilidade em diferentes classes de ativos, assim como dos ruídos e ansiedade dos mercados de forma geral.

Bom ano e muito obrigado pelo continuado suporte.

The background of the entire page is a teal-colored photograph of the ocean with gentle waves. The color is a consistent, vibrant teal.

mar asset
management

Claudio Franco

55 11 99980 4547
cfranco@marasset.com.br

Bruno Coutinho

55 21 99016 2112
bcoutinho@marasset.com.br

Philippe Perdigão

55 21 99625 1341
pperdigao@marasset.com.br

Luis Moura

55 21 98900-1423
lmoura@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • rua aristides espínola 121 / 201, leblon • 22440 050
marasset.com.br