

### LIS Value FIA Completa 2 Anos

O LIS Value FIA completou 2 anos em março. Apesar de 2018 estar sendo um ano turbulento (como já prevíamos em nossa última carta), a performance dos últimos 2 anos, prazo que julgamos o mínimo adequado para aferição da consistência dos resultados do fundo, foi bastante interessante. Apesar do forte resultado, não é a rentabilidade em si, mas sim a forma como esse resultado foi atingido, que julgamos ser mais importante para nossos investidores.

De fato, os níveis de riscos assumidos foram bem controlados por trás desse histórico de rentabilidade, o que é absolutamente salutar e indispensável aos investidores do fundo<sup>1</sup>. Senão, vejamos: a rentabilidade não veio de apostas extremamente concentradas que se valorizaram fortemente, tampouco veio de elementos extraordinários inesperados que beneficiaram o portfólio.

Muito pelo contrário, os investimentos do portfólio, que nascem a partir da diligente análise das empresas, balizados por nossas ferramentas de mensuração e controle de risco, foram feitos com posições não muito concentradas, níveis elevados de caixa no fundo durante todo o período, além de custos com hedge que naturalmente impõe peso sobre a rentabilidade, mas desempenham o papel de proteger o fundo contra eventos adversos de alto impacto.

Em suma, ficamos muito contentes com a disciplinada execução de nossos processos e o conservadorismo na assunção de riscos no portfólio, dois fatores seguramente importantíssimos para a construção de bons e sustentáveis retornos para o fundo no longo prazo.

### Processos – Modelo de Portfólio

Dada a relevância que os processos desempenham na gestão do fundo, gostaríamos de aproveitar o espaço da carta para explicar brevemente uma de nossas ferramentas mais importantes. O propósito aqui é o de abrir a cortina e tentar mostrar aos nossos investidores quais são e como funcionam nossos processos, para que o julgamento do fundo não se restrinja exclusivamente a sua performance, especialmente a de curto prazo, que pode não guardar correlação com a qualidade dos investimentos.

A ferramenta em questão, a qual demos o nome internamente de “Modelo de Portfólio”, fundamentalmente indica o tamanho da posição de cada empresa que compõe o portfólio, além das posições de caixa e *hedge*. São essencialmente três os fatores ponderados pela ferramenta: A qualidade da empresa, nossa confiança nos gestores e controladores, e a margem de segurança existente. O teto para o percentual de alocação em uma ação é determinado, principalmente, pelo quanto perderíamos se estivemos errados ou se eventos negativos se materializassem para as empresas, já que nossa preocupação central é com a proteção de capital dos investidores.

A posição de caixa tem uma relevância muito grande tanto do ponto de vista de controle de risco contra perda permanente de capital para o portfólio quanto da opcionalidade de poder de fogo para conseguirmos ser agressivos na compra quando as oportunidades surgem. Não pensamos o nosso caixa de forma residual – a sobra após a exposição de todos os ativos ter sido

---

<sup>1</sup> Apesar de mais importante que a rentabilidade em si, geralmente o nível de risco assumido por fundos de investimento não é revelado a seus investidores até que seja tarde demais. Na LIS nosso empenho é em fazer exatamente o contrário – conservadorismo na assunção de risco e transparência com os investidores.

definida. Nós usamos uma política ativa na gestão do caixa, com um processo bem definido. Nele, a exposição é derivada do risco de perda da carteira, mensurado pela soma dos riscos individuais de cada posição. Sempre que o risco consolidado do portfólio ultrapassa parâmetros preestabelecidos, aumentamos a posição de caixa de modo a trazer de volta o risco da carteira para níveis que julgamos prudentes.

Este processo cria uma dinâmica de certa forma contra cíclica para o portfólio. Quando os preços estão subindo, as perdas potenciais de cada investimento aumentam, *ceteris paribus* (ou seja, caso não haja revisão do cenário pessimista em virtude de melhorias nas condições econômicas), e, conseqüentemente, a posição em caixa aumenta. O contrário acontece em situações de depressão de mercado. Na natureza pendular da bolsa, tipicamente estaremos muito alocados em ações quando seus preços descolarem-se sobremaneira do seu valor justo – plantando as sementes de retorno futuro – ou estaremos bastante protegidos em caixa em momentos de alta, diluindo uma eventual queda do mercado e tendo liquidez para aproveitar as barganhas que aparecem em tais momentos.

Somado a todas essas aplicações práticas do Modelo de Portfólio, acreditamos que seu maior valor esteja no fato de, por ser um processo bem definido e montado sobre premissas já longamente discutidas e estabelecidas, ele contribua para mitigar os efeitos dos nossos vieses cognitivos na tomada de decisão. Assim, por exemplo, o Modelo vai refrear que o humor do mercado interfira nas nossas decisões de investimento, cilada muito comum dada a predisposição humana de seguir a manada enquanto animais sociais que somos.

Parte integral da nossa filosofia de investimentos está na execução contínua e disciplinada dos processos de alocação e controle de risco. Execução e disciplina, portanto, são partes fundamentais dos nossos diferenciais que geram valor para nossos cotistas.

“We don't have to be smarter than the rest. We have to be more disciplined than the rest.”-  
**Warren Buffett**

De fato, ao longo destes primeiros dois anos nos empenhamos em aprimorar ainda mais as ferramentas e processos que construímos já antes do início o fundo. E certamente iremos continuar com este trabalho de refinamento a partir de um alicerce da LIS, que é o fato de termos uma equipe com mais de uma década trabalhando em conjunto, acumulando acertos e erros.

“Go to bed smarter than when you woke up.” - **Charles T. Munger**

### **Investimento em Unipar**

O investimento em Unipar, iniciado em fevereiro de 2017 e encerrado no primeiro semestre deste ano trouxe fortes resultados ao fundo. A empresa já acumulava um longo e indiscutivelmente conturbado histórico como empresa aberta. No momento do investimento, poucos eram os que acompanhavam a companhia, até por sua baixa liquidez, e um quadro geral pouco inspirador.

O controlador estava sendo investigado pela Lava Jato, a empresa estava em vias de realizar uma grande aquisição de uma empresa que acumulava um histórico de resultados negativos e que se encontrava bastante endividada e, principalmente, o controlador tinha aberto o processo de fechamento de capital da empresa na Bolsa através de uma oferta pública de ações (OPA) ofertando um valor extremamente baixo pelas ações em circulação.

No entanto, conforme aprofundávamos nossa análise de Unipar, ficava claro que o investimento na empresa reunia características que qualquer investidor gosta de encontrar (qualidade e preço), além de mitigadores importantes para os riscos aparentes.

O negócio da Unipar, a produção de cloro e soda caustica, até por ter características de um monopólio natural, tem um forte e resiliente perfil de geração de caixa sem necessidades de grandes investimentos – um negócio bom, essencialmente. O controlador, por estar envolvido na justiça e tentando fechar o capital (potencialmente desalinhado com os minoritários, portanto) até para proteger a própria empresa tinha se afastado da companhia. Além disso, na base de acionistas minoritários encontrava-se um reconhecido investidor fundamentalista e ativista, Sr. Luiz Barsi, que provavelmente defenderia os direitos dos minoritários caso fosse necessário. A empresa a ser adquirida, Solvay Indupa, dava prejuízos principalmente porque carregava uma dívida muito grande e era mal administrada pelo grupo que a controlava – isso ficou claro com a forte retomada da rentabilidade e equalização da sua dívida tão logo passou a ser gerida pela Unipar. Por último, o preço o qual a empresa negociava em bolsa, ancorado pelo valor que o controlador oferecia pagar na OPA, encontrava-se substancialmente baixo vis-à-vis nossa estimativa de valor justo para a empresa – bastante atrativo, portanto.

Em síntese, concluímos ter encontrado um investimento com perfil risco/retorno muito favoravelmente assimétrico – do lado positivo estávamos investindo numa empresa com modelo de negócio bastante saudável e pagando extremamente barato por isso (potencial grande de *upside*); do lado negativo, se fracassássemos em reverter a OPA, o preço que receberíamos pelas nossas ações seria apenas levemente inferior àquele pelo qual estávamos pagando por estas (potencial baixo de *downside*).

O nosso entendimento era de que o controlador estaria lesando os interesses dos acionistas minoritários uma vez que o preço oferecido se encontrava muito distante do valor justo da empresa. A partir dessas constatações, passamos a concentrar esforços, juntos com outros acionistas, para aglutinar e organizar a base de minoritários de modo a não aceitarem o preço que o controlador estava oferecendo. Essa rejeição seria possível uma vez que, por regras da CVM, se mais de 1/3 do *free float*<sup>2</sup> se manifestar contrário à proposta da OPA, a mesma não segue adiante e não há fechamento de capital.

Nosso dever fiduciário e a chance de contribuir com a organização entre os minoritários jogando luz no problema nos levaram a participar de reportagens e entrevistas explicando o porquê acreditávamos que o preço ofertado não era justo. Chegamos inclusive a contribuir com o sr. Luiz Barsi na confecção de uma carta explicando o absurdo do preço ofertado pelo controlador para retirar a empresa da Bolsa.

#### OPA da Unipar Carbocloro deve fracassar

Em carta, [Barsi e Lis Capital](#) defendem que o valor justo na OPA deveria partir de R\$ 30 (ou R\$ 25 sem o ajuste das dívidas). No entanto, o investidor acabou defendendo um valor ainda mais alto e habilitou suas ações para o leilão a R\$ 30 cada. Segundo a Lis Capital, apenas ajustando a taxa de desconto (que considera o custo da dívida e o de capital próprio) utilizada na oferta, o valor da empresa chega a R\$ 3 bilhões, contra R\$ 760 milhões do valor indicado no laudo. Para o economista Jorge Brilly Junior, o controlador deveria propor termos mais favoráveis, já que os investidores esperam ter retorno adequado após os ajustes recentes na gestão da empresa.

**Valor**

#### O PRÓXIMO EMBATE DOS GEYER

POR QUE OS MINORITÁRIOS DA UNIPAR CARBOCLORO SE RECUSAM A ACEITAR O PREÇO DA OPA DE FECHAMENTO DE CAPITAL

Gestor do [Lis Capital](#), Tito Avila observa que o preço oferecido no laudo está subestimado, pelo fato de as taxas de desconto aplicadas sobre o fluxo de caixa futuro da Unipar não serem condizentes com a atual realidade. "Quando o Santander elaborou o laudo, o cenário macroeconômico estava mais indefinido e o custo de capital era mais alto", avalia o gestor. Não foi por acaso que nesses últimos 12 meses as ações da Unipar subiram na bolsa, e para um pagarmos superior aos 7,50 reais da OPA. No dia 6 de junho do ano passado, data da divulgação do segundo laudo do Santander, as ações UNIPAR valiam 6,7 reais e as preferenciais classes LOURTE e UNIPR, R\$ 6,10 e R\$ 6,50, respectivamente. Já em 12 de junho deste ano, o preço chegou a R\$ 10,35, R\$ 9,54 e R\$ 10,62.

#### OPA? Que OPA? Small cap vive rali de 30% às vésperas do pregão que poderia marcar sua saída da bolsa

Na mais recente carta, [Barsi e a Lis Capital](#) argumentam por que a oferta deveria ser de pelo menos R\$ 20,00 por ação (ou R\$ 25,00 sem descontar os dividendos).

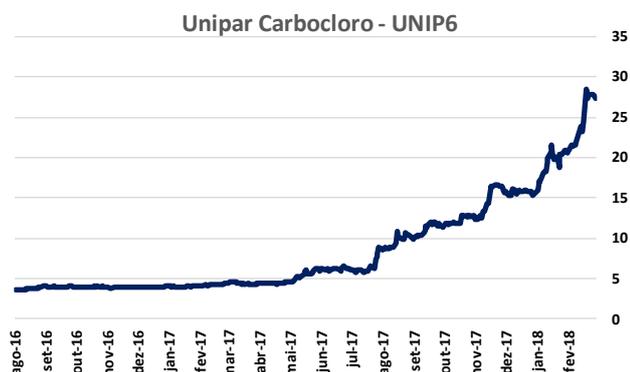
Em um exercício simples de valuation, eles demonstram que somente mudando a taxa de desconto (tanto da dívida e custo do capital próprio adotada no laudo do Santander, em meados de 2018, o valor justo chega aos R\$ 25,00 por ação ou R\$ 20,00 ajustado). No InfoMoney, a Lis Capital comenta que essa diferença deve-se pela queda significativa no custo de capital, em meio à queda vista na Selic durante nesse período. Veja abaixo os cálculos:

**InfoMoney**

**CAPITAL ABERTO**

<sup>2</sup> Todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria são as ações que podem ser livremente negociadas no mercado.

Ao fim, logramos rejeição muito além do 1/3 do *free-float* contra a OPA com seu consequente natural cancelamento. Com isso, a ação da Unipar iniciou um forte processo de alta já que o valor da empresa na bolsa estava artificialmente descolado de seu valor justo pelo fantasma da OPA. O investimento do fundo iniciou-se em fevereiro de 2017 com a ação sendo negociada na casa do R\$ 4 e vendemos nossa posição quando o preço se aproximou do que julgamos ser o valor justo da empresa, com nosso conservadorismo costumeiro, perto dos R\$ 30 (ex-dividendos), perfazendo assim impressionantes 550% de retorno para o fundo em 1 ano.



## Momento Atual

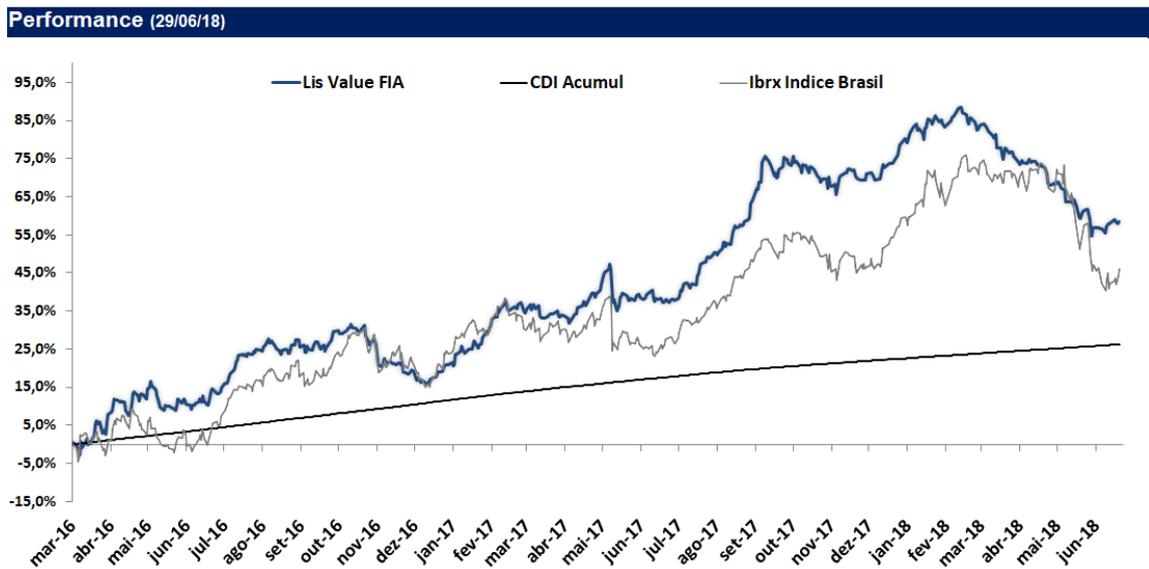
O ano começou com os ânimos ainda bons na Bolsa brasileira, mas não tardou para que as expectativas fossem rapidamente revertidas, como era de se esperar num ano eleitoral. O mercado não gosta de incertezas e geralmente responde com movimentos de queda que não raramente depois se provam exagerados. Não é difícil imaginar que essa dinâmica “nervosa” do mercado se aprofunde conforme avançamos com o calendário eleitoral, até pelo menos que tenhamos maior visibilidade do resultado das eleições.

De todo modo, como já mencionado em cartas passadas, a recorrente instabilidade no ambiente econômico no Brasil e, por conseguinte do nosso mercado de ações, não é nenhuma novidade. Nossas crises econômicas, inclusive, têm quase sempre o fantasma da desorganização fiscal por trás. Dessa vez não está sendo diferente.

É por isso mesmo que a estratégia de investimento da LIS não ignora nossa realidade histórica-econômica, pelo contrário. Nossa filosofia de investimento e nossas ferramentas de controle de riscos buscam, ao mesmo tempo trazer proteção e se valer desse ambiente de maior instabilidade. Paradoxalmente, nunca é demais lembrar, são nos piores momentos de crise, quando o medo toma conta do mercado, que as melhores oportunidades de investimento se proliferam.

Isso posto, o portfólio está bem estruturado com bom nível de caixa e hedges para se proteger e se valer das oportunidades que já começam a surgir e podem multiplicar-se caso o nervosismo se intensifique ou até mesmo em um cenário desfavorável das eleições se concretizando. Com efeito, analisando o comportamento do fundo desde que se iniciou o movimento mais pronunciado de queda na Bolsa a partir de maio, já é perceptível que os mecanismos de proteção do fundo, nominalmente as opções de venda fora do dinheiro contra o índice Ibovespa (*puts*), com vencimento pós eleição, estão ajudando a proteger o fundo tanto mais quanto maior a queda do Ibovespa. Assim podemos esperar, com algum grau de convicção, que essa dinâmica continue e até se aprofunde quanto maiores as quedas do Ibovespa nestes próximos momentos, dada a consistência com que buscamos manter e executar nossa política de proteção e controle de risco para fundo. Vale a pena enfatizar ainda, como já explicado em cartas previas, que

utilizamos os mecanismos dos hedges para proteger o fundo contra eventos negativos de alto impacto e que seu resultado tem de ser analisado em janelas de tempo razoáveis.



“Cash combined with courage in a time of crisis is priceless” – **Warren Buffett**

Sabendo que o resultado do investimento em ações no curto prazo é muito dependente de fatores arbitrários, como as alterações do humor do mercado, acreditamos que é fundamental ter uma distinção bem clara entre resultado de curto prazo e qualidade dos processos que norteiam a tomada de decisão. Por vezes, os dois podem caminhar para sentidos opostos, mas invariavelmente convergem com o passar do tempo separando os investidores diligentes dos que contam com a sorte. No curto prazo, é fundamental a capacidade de aguentar dor quando os demais estão perdendo a cabeça. É assim que os melhores investimentos são plantados.