

Letter to our stakeholders:

Risk-oriented venture investing: attempt, reflect, adjust & repeat

Caros,

Apesar das turbulências relacionadas ao COVID, esse foi um ano excelente para a Shift. Não apenas pelos objetivos conquistados, mas principalmente pela validação de certas hipóteses e teses. O ano desafiador, mencionado em detalhe em nosso último memorando, adicionado aos resultados obtidos, nos permitiu refletir com mais clareza sobre *venture investing* e nosso negócio.

Leading Shift's way

Nossas principais conquistas deste ano ocorreram no segundo semestre, onde lideramos dois investimentos. Após alguns co-investimentos recentes com grandes fundos em 2019, estávamos dispostos a aplicar nossos métodos e aprendizados e liderar investimentos nós mesmos. Pacientes pela oportunidade correta, finalmente executamos.

Vale aprofundarmos sobre a história por trás do investimento na Skelt Brands. O setor de Beleza & Cuidados Pessoais foi estudado e prospectado por nós desde o início da Shift, mas até então não havíamos encontrado um conjunto de marca, estratégia e time que verdadeiramente nos entusiasmasse. A Skelt foi resultado da prospecção ativa de uma de nossas analistas, que encontrou a empresa pelo Instagram e trouxe em nossa reunião semanal de *pipeline*. O mercado de autobronzeamento não parecia relevante e seus produtos nunca foram evidentes para nós. Entretanto, apesar das baixas expectativas, o design de marca e a notável influência digital nos levaram a agendar uma conversa inicial. Nossa primeira impressão do empreendedor foi fascinante: curva de crescimento sólida com capital próprio, *unit economics* resiliente e a Creamy, uma segunda marca recentemente lançada, com potencial significativo. Nossa convicção foi que ambas as marcas estavam bem posicionadas para crescimento durante e após a crise relacionada ao COVID. A Creamy, particularmente, estava abordando o mercado de *skincare* - uma categoria bastante promissora - através de preços acessíveis e uma estratégia de vendas direta ao consumidor. Após alguns meses de análises profundas, interações e diligências, sabíamos que esse seria um caso de investimento - mas que enfrentaríamos dificuldades pois o fundador tinha pouco conhecimento do ecossistema de Venture Capital que não estava em processo de captação. Com paciência, resiliência e contribuições valiosas para o negócio, provamos que seria altamente estratégico se associar com a Shift. 8 meses depois de nossa primeira reunião, fechamos o *deal* com termos bastantes justos.



Isso reforçou nossa hipótese que prospecção ativa certamente é a estratégia mais eficiente para encontrar ativos de alta qualidade, com oportunidades baseadas em valor, que geralmente manifestam uma melhor relação risco-retorno, tendo em vista que tais companhias estão totalmente fora do radar. Esse foi o um investimento Series A e o primeiro liderado pela Shift. Adicionalmente, provamos que nossa criatividade em estruturar investimentos e prospectar negócios nos permite identificar oportunidades ocultas. Nesse *deal*, foram necessárias a consolidação de marcas e empresas, reestruturação de *captable*, planos de incentivo e governança restrita.



É importante mencionar, todavia, que **não existe “free lunch”**. Fizemos um investimento com alto potencial embasado em (i) uma ampla e tangível capacidade de crescimento e (ii) sólidas condições de investimento. Entretanto, a companhia não está completamente preparada para um crescimento exponencial acelerado. Embora esses empreendedores sejam de fato ímpares, com percepções salientes de marca e produto, vemos nesse investimento adversidades tradicionais de empresas de economia real: falta de planejamento sistêmico, falta de processos e de formação de equipe adequada. Colocando este *trade-off* na balança contra i) “*growth*” e ii) “*pricing*”, o risco certamente deve ser tomado, mas irá requerer grande nível de intervenção *hands-on* da Shift na companhia. Nesse momento, nosso time já está engajado em desenvolver (juntamente com os empreendedores) o *business plan* de 2021, controle gerencial, plano de ação, contratações chave e análise de fornecedores (P&D, Relações Públicas e parceiros de produção) além de outras ações estratégicas.

É possível afirmar com segurança que poucos investidores de VC tomariam essa decisão de investimento. A cartilha de investimento padrão de VCs é mais rígida e restringe o leque de oportunidades no Brasil. Isso acontece também pela falta de profissionais com experiência de investimento em economia real e verdadeiramente dispostos a mergulhar em desafios operacionais para mitigar os riscos do investimento.

Acreditamos que o suporte e capital providenciados serão fundamentais para conduzir companhia para um período de crescimento sólido, e, principalmente, de estruturação. Em 12 meses após o investimento, a companhia deve estar em uma posição privilegiada quanto a (i) marca & portfolio, (ii) indicadores financeiros / *unit economics* e (iii) estrutura, já qualificada para atrair mais capital e desfrutar de um crescimento acelerado. Temos uma intensa jornada pela frente e estamos entusiasmados com o desafio.

A Shift também liderou o investimento *Seed* da Paketá. Ao longo de três anos estudando *fintechs* de crédito, em raras ocasiões fomos capazes de identificar negócios sustentáveis. A indústria de crédito tem relevantes (e



desafiadoras) fundamentos que precisam ser combinados para sustentar um negócio no longo prazo. A título de exemplo: 1) capacidade de originação e distribuição com custos de aquisição de clientes controlados e seleção adversa mitigada; 2) captação de financiamentos com *unit economics* que compensem o custo de capital, com modelo e *pricing* corretos que suportem a aprovação de crédito; 3) combinações assertivas de colateral e métodos de coleta para administrar inadimplência; 4) estrutura de financiamento correta e parceiros que fomentem o crescimento de capital com rentabilidade (diferentemente de um amplo portfólio com retornos tímidos). Encontramos na Paketá um time experiente formado por empreendedores de longa data com históricos virtuosos, desenvolvendo uma tecnologia capaz de destravar um mercado extenso. Estamos acompanhando o desempenho da

empresa desde março de 2020 e observamos os fundadores superarem importantes desafios de negócio (equipe, *tech*, produto, parceiros e crédito). As validações que o time mostrou ao longo desses 8 meses de análise nos indicou que esse foi um investimento *Seed* com algumas características de um *Series A*. Uma arbitragem interessante.

Risk-oriented growth investing

Uma das hipóteses que maturaram ao longo desse ano foi a de investimento orientado a risco. É sabido que Venture Capital é um negócio de diversificação. De fato, os retornos assimétricos requerem algum nível de diversificação para que se aumentem as chances de atingir *outliers*. Entretanto, se interpretada literalmente, a “teoria da ampla diversificação” (às vezes associada à “Power Law”) pode turvar o processo de decisão do gestor. Ao levantar grandes fundos de *Series A* / *Series Seed* e superdiversificar (quicá resultado de fundos substancialmente grandes), o gestor enfraquece sua capacidade de fazer análises fundamentalistas sobre ativos



específicos, e, conseqüentemente, “pulveriza” capital – de uma maneira comumente chamada de “Spray and Pray” e suportada pela “Power Law”.

Ao longo do ano, confirmamos alguns de nossos entendimentos estruturais da indústria de VC. Quando a tese de “Power Law” / “Spray and Pray” estão embutidos na cultura da gestora, os gestores se tornam não apenas psicologicamente preparados para perder dinheiro – o que é natural do *business* – mas também sujeitos a processos de decisões enviesados. Esse modelo permite processos insuficientes e apressados (“*spraying*”) e com alta tolerância a risco (“*praying*”), justificados pela teoria da ampla diversificação, na qual erros são aceitos desde que portfólios se mantenham “grandes o suficiente”. A nível global, essa estratégia se mostrou eficiente em alguns casos, entretanto, estatísticas ainda não suportam a tese no Brasil, que abarca desafios inerentes para o empreendedorismo. Por aqui, isso mais se aproxima de uma crença do que de uma ciência.

Nesse sentido:

- Grandes fundos requerem diversificação excessiva
- Diversificação excessiva gera uma tomada de decisão mediana e uma análise superficial, justificadas pelo uso inconsistente de teorias de investimento
- Amplos portfólios resultam em monitoramento negligente
- Monitoramento negligente resulta em assimetria de informações e índices de insucesso expressivos

O viés de concentração de capital da Shift almeja mitigar tais adversidades através de mais profunda identificação de ameaças (análise) e melhor gestão do risco (suporte). Isso se torna possível com um portfólio mais concentrado e uma operação *hands-on*. Definimos isso como *risk-oriented growth investing*, em oposição à cultura de investimento tradicional VC.

Por natureza, VC é uma categoria de alto risco. Trabalhamos arduamente para que os fundamentos de *value-investing* sejam adicionados ao *early-stage growth-investing*. Movimento certamente não óbvio. Pensamos da seguinte maneira:

- Concentração de capital permite melhor análise e melhor identificação de riscos
- Investimento em economia real com base em afinidade setorial melhora nossa avaliação de risco e adição de valor
- Portfólio menor permite um monitoramento mais próximo / gestão de risco mais assertiva e menores assimetria de informação
- Resultando em menor risco e melhores investimentos *follow-on*

Com os resultados desse ano, a tese parece estar se sustentando, mas seu principal trade-off permanece: investimos menos. 2020 foi um ano de dois novos investimentos e um *follow-on*, o que é uma atividade significativamente menor que fundos comparáveis. Sempre ressaltamos aos nossos investidores a importância de entendermos qual e quanto risco estamos tomando em cada investimento. Em VC, os riscos raramente são os mesmos, o que facilita a análise relativa caso a caso e a escolha dos melhores casos de investimento.

With this year’s results, the thesis appears to be paying off, but the trade-off remains: we invest less. 2020 was a year of two new investments and one follow-on, a significantly lower activity than our peers. We always tell investors that it is important for us (and them) to understand which and how much risk we are buying on each investment case. In VC investments, risks are rarely the same. By comparing risks, it gets easier to analyze the cases relatively and pick the best ones.

Super tasty, probably bitter

O ano de 2020 deixou claro que *growth investing* é uma tendência. Em razão de (i) baixas taxas de juros globais e (ii) um ano atípico que comprovou que empresas de *growth* são acíclicas, descorrelacionadas e talvez



resilientes, o capital está, mais do que nunca, em busca de *growth*. Isso tem um enorme impacto nos *valuations*. Em mercados públicos, os *risk premiums* de ações diminuíram, e conseqüentemente, os *valuations* aumentaram.

Creemos que o mesmo ocorra com mercados privados. O crescente número de gestores de ativos mirando a categoria, adicionado a um menor retorno exigido, e à comprovada resiliência da classe de ativos, resulta na sobrevalorização das empresas de *growth*. Acreditamos que esses novos *valuations* se tornaram o “novo normal” e que as transações anteriormente baseadas em EBITDA das nossas épocas de *Investment Banking* não são mais tão comuns. 2021 provavelmente será, assim como 2019, um ano de *valuations* expressivos nos mercados privados. Isso indica que investidores irão precisar agir com extrema cautela, visto que há cada vez menos arbitragem de preços – e “competência” será ainda mais importante para obter retornos interessantes. Nos mercados privados, “competência” pode ser interpretada por (i) escolher melhor, negociar melhor e adicionar mais valor no decorrer da jornada da empresa.

Numa indústria demasiadamente aquecida, o desafio é significativo. Longos ciclos e taxas altas de insucesso podem significar que sobreprecificações hoje resultarão em um futuro amargo para aqueles com mais apetite. Conseqüentemente, para encontrarmos bons retornos ajustados a risco, prospecção ativa é cada vez mais importante e capacidade de suporte *hands-on* é a melhor ferramenta para ter em mãos. Com o crescimento da categoria, buscamos nos ater a alguns princípios fundamentais e a um antagonismo em especial:

Large amounts of money aren't made by buying what everybody likes. They're made by buying what everybody underestimates - Howard Marks

Nosso ano foi marcado por prospecção ativa. Nosso *pipeline* teve um ótimo desempenho, o que é fundamental para fazermos as melhores análises relativas e, conseqüentemente, investimentos mais assertivos. Os gráficos abaixo demonstram um pouco dessa questão:

Prospecção Ativa vs Passiva

Número de reuniões com novas empresas:

Intencionalmente removido por motivos de confidencialidade

What we expect

O ano de 2021 será um ano para consolidar e repetir.

Consolidar nossa cultura, nossas empresas, nosso posicionamento e processos. Junto com uma equipe em constante crescimento e aprimoramento, maior acesso a *deal flow* e capital, esperamos um aumento em nossa atividade de investimento.



2021 também será um ano em que testaremos melhor nosso *hands-on / value added approach*. Com nossas primeiras lideranças de investimentos, teremos influência significativa nas empresas investidas para testar, validar e ajustar nossa abordagem. Nos empenharemos para ser um *board* moderno, focando em marca, crescimento, desenvolvimento de negócios e na estruturação das companhias (pessoas, processos, governança, estrutura de capital) ao invés do típico *board* focado em controle que mira o retrovisor e cerceia a criatividade.

Em suma, o ano de 2021 será de intensa execução. As principais hipóteses já foram testadas, os processos caminham bem e a equipe está definitivamente preparada para o ano.



Cordialmente,

Bernardo, Fernando & João