

T B | CAPITAL

Agenda

- 8:30-9:15 Café da Manhã
- 9:15-10:15 Apresentação
- 10:15-11:00 Q&A
- 11:00-11:15 Break
- 11:15-12:00 Q&A

“In a time of drastic change it is the learners who inherit the future. The learned usually find themselves equipped to live in a world that no longer exists.” — Eric Hoffer

Comparação de Retornos (US\$)

(31/12/2004 - 29/08/2025)



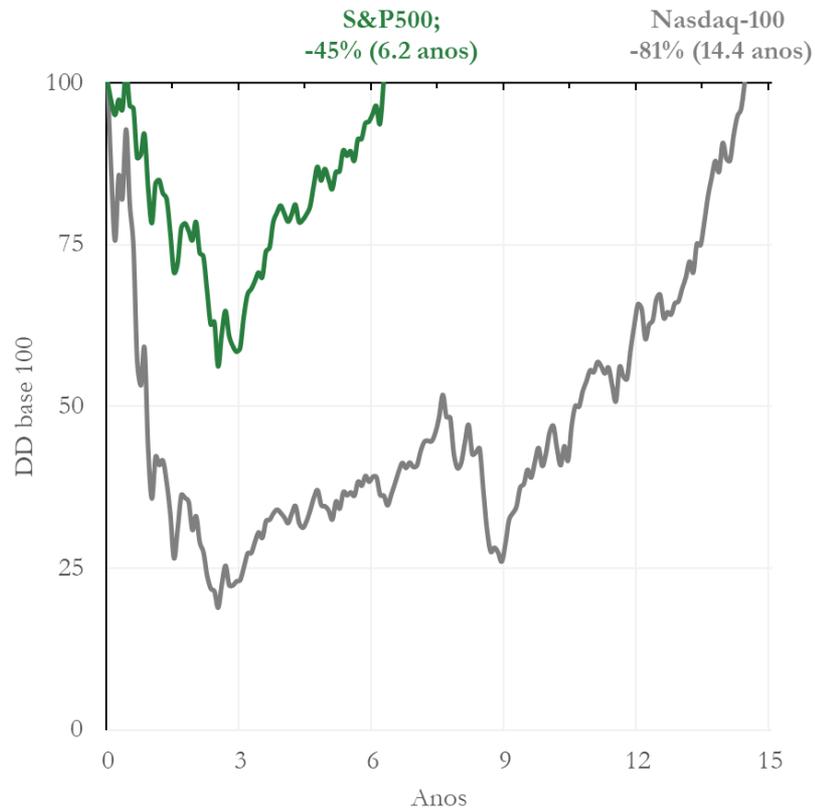
Comparação de Retornos (US\$)

(31/12/2004 - 29/08/2025)

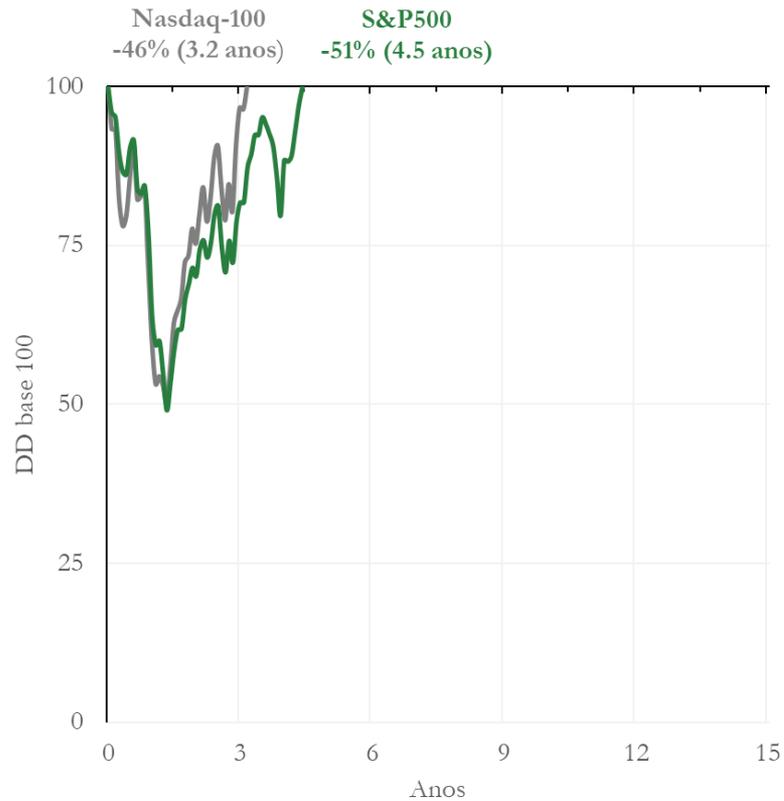


“Things get very attractive, very occasionally” — Warren Buffett

Drawdown Dot-com
(A partir do pico em 31/03/2000)

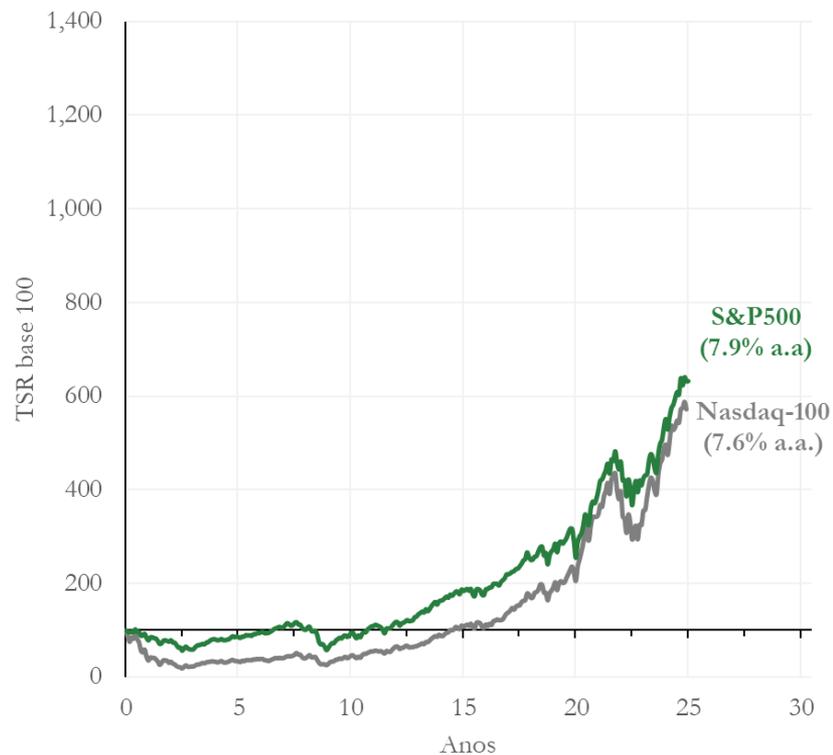


Drawdown GFC
(A partir do pico em 31/10/2007)



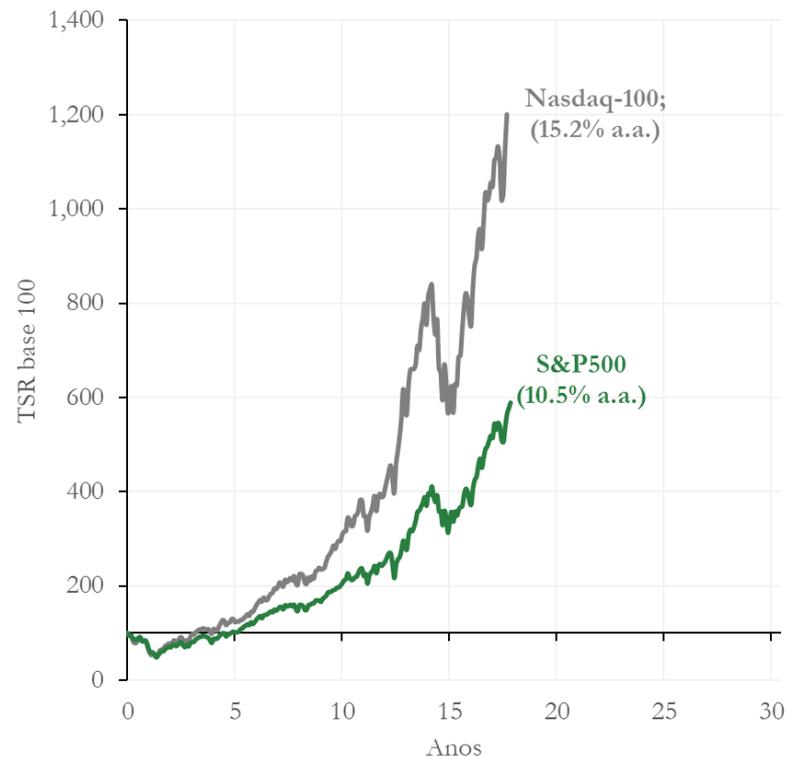
Retorno a partir do pico da Bolha Dot-com

(31/03/2000 - 29/08/2025)



Retorno a partir do pico anterior ao GFC

(31/10/2007 - 29/08/2025)



Agenda

- **Por que fazer uma reunião anual?**
- Como investimos

Por que fazer uma reunião anual?

- A obsessão pela “performance” distorce ainda mais uma indústria assolada pelo desalinhamento.
- Vende-se certeza sobre um futuro incerto, - ainda que sutilmente, - com pitadas de amnésia voluntária em relação ao passado.
“If you are out selling the future, it may be better to forget the past if you are getting paid on selling it, and not on betting your life on it in some way.” - Warren Buffett.
- Peças de comunicação tornaram-se peças de marketing, criando um enorme (e devido!) ceticismo em seus interlocutores.
- **Nosso desejo é construir um veículo marcado por confiança no que fazemos.** E não há outra forma de fazer isso que não aumentar a transparência que damos aos nossos investidores. Somente assim conseguiremos **nos distanciar de um *culto de performance* e rumar em direção à construção de uma *cultura de confiança*.**

Agenda

- Porque fazer uma reunião anual?
- **Como investimos**

Como investimos: Princípios

- Lucro Econômico
- Longo Prazo
- Tipologia de negócios
- Opportunity Set
- Anti-Genialidade
- Alinhamento
- Círculo de Competência
- Gestão

Como investimos: Lucro Econômico

An economic franchise arises from a product or service that: (1) is needed or desired; (2) is thought by its customers to have no close substitute and; (3) is not subject to price regulation. The existence of all three conditions will be demonstrated by a company's ability to regularly price its product or service aggressively and thereby to earn high rates of return on capital. Moreover, franchises can tolerate mis-management. Inept managers may diminish a franchise's profitability, but they cannot inflict mortal damage.

In contrast, "a business" earns exceptional profits only if it is the low-cost operator or if supply of its product or service is tight. Tightness in supply usually does not last long. With superior management, a company may maintain its status as a low-cost operator for a much longer time, but even then unceasingly faces the possibility of competitive attack. And a business, unlike a franchise, can be killed by poor management.

- Na era moderna devemos adicionar as empresas de plataforma e agregação de demanda à categoria dos negócios com lucros econômicos extraordinários.
- Esses negócios conseguem fugir da dinâmica equalizadora do capitalismo de um modo análogo aos negócios de franquia descritos acima por Buffett.

Como investimos: Tempo

- Investir em ações requer um único primitivo ex-ante para funcionar. Esta condição não é a única necessária, mas é estritamente dominante: *“time in the market beats timing the market”*.
- Infelizmente, a vida é mais complicada... Existem mercados certos para expressar certas opiniões, mercados certos para expressar outras, e mercados nos quais nenhuma opinião pode ser expressa de maneira coerente.
- Reformulando o primeiro axioma; o que realmente necessita-se é de: *Time in the RIGHT market(s)*.

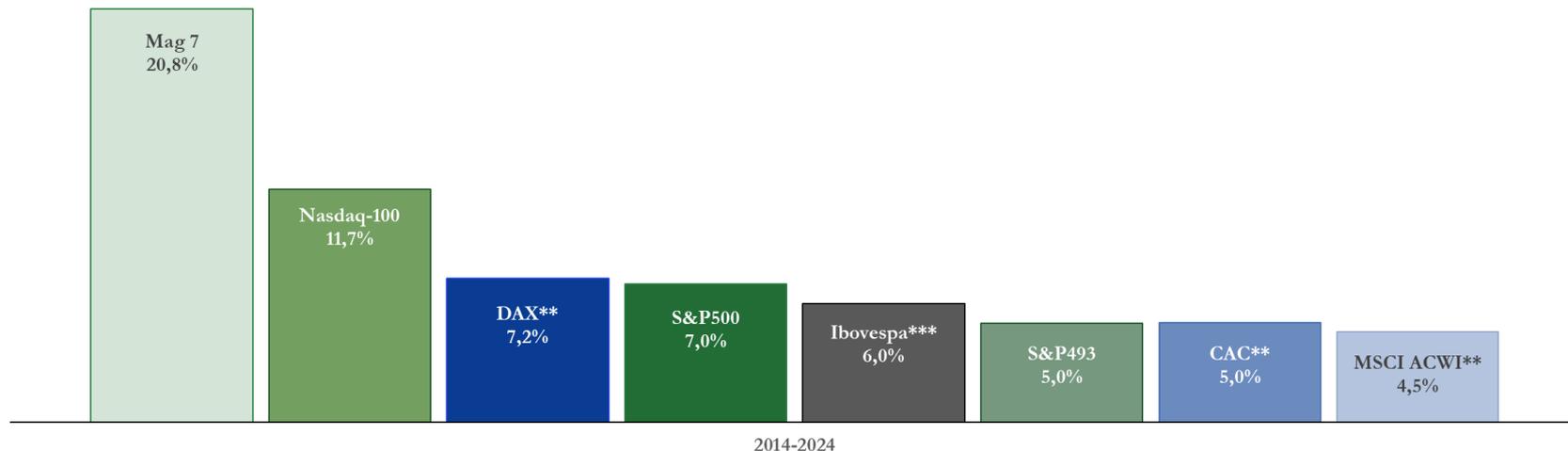
“(...) you don’t want to be very patient with people talking to you about things that will never happen.” - Warren Buffett, Berkshire Hathaway Annual Meeting, 2025.

Como investimos: Tipologia de negócios

- Em um mundo globalizado, interpretar corretamente a tipologia dos negócios predominantes em cada geografia é uma competência crucial.
- E é preciso afirmar sem rodeios: **os melhores negócios do mundo não estão no Brasil — e não estarão em praticamente nenhum futuro plausível.**
- Ignorar esse fato e aceitar passivamente a “aleatoriedade da cegonha” se torna uma forma grave de negligência. Todos instrumentos estão disponíveis para que não se tenha que investir com orientação estritamente doméstica.
- **Ampliar os graus de liberdade geográficos e investir nos melhores modelos de negócios globais — independentemente da localização da sede fiscal ou administrativa — é o único trilha viável para quem se propõe a alocar capital.**

Como investimos: Tipologia de negócios

Earnings Growth: Mag 7, Nasdaq-100, DAX, S&P 500, Ibovespa (ex. Petrobras e Vale), S&P 493, CAC e MSCI ACWI *



* Earnings growth em dólares exceto onde expressamente indicado

** DAX (Alemanha), CAC (França), MSCI ACWI (índice global que agrega mercados desenvolvidos e emergentes)

*** Earnings growth do Ibovespa (ex Petro e Vale) ajustado pelo diferencial de inflação IPCA/US CPI

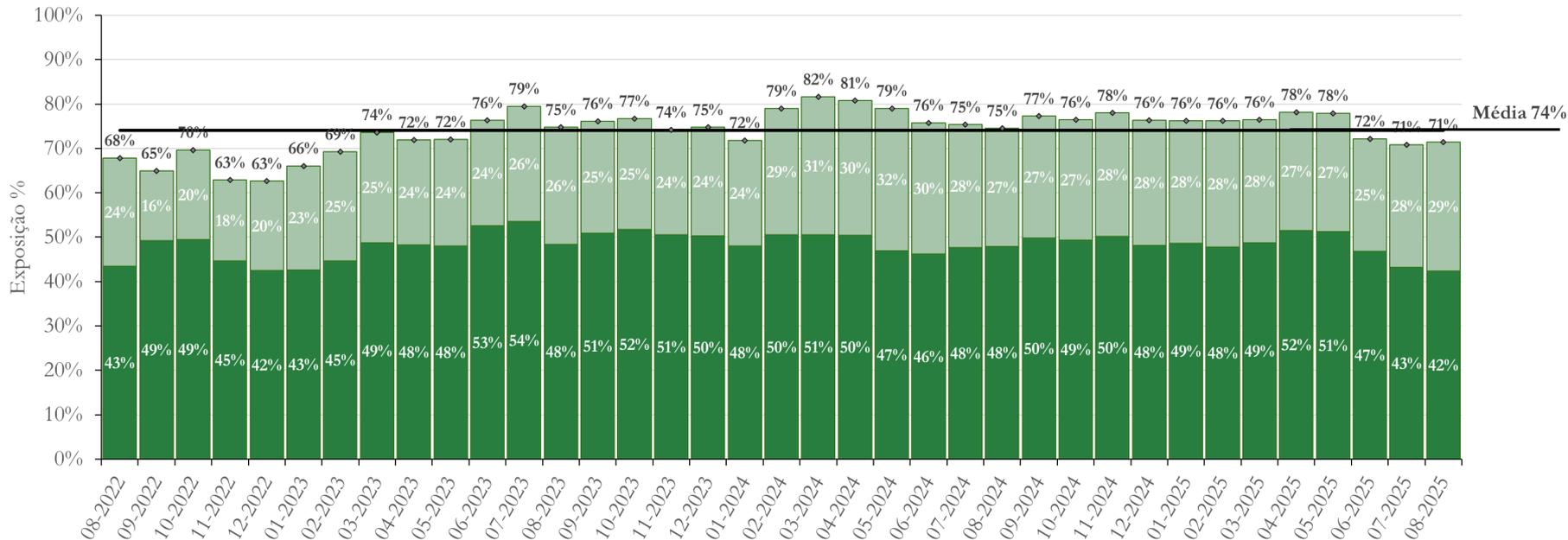
Como investimos: A busca pelo *Opportunity Set* correto

- Na ausência de **Alinhamento** apropriado, o investidor reduz-se a um mero tomador de “opcionalidade” com recursos de terceiros...
- ...E na ausência do devido **Temperamento**, o investidor se auto-sabota: **Confunde a obtenção de retornos extraordinários de longo prazo pela imitação de tendências efêmeras de curto prazo; e corolariamente, nas inevitáveis correções de tais tendências, “troca” a minimização de riscos pela cristalização de *downsides*.**
- A jornada atrás do *opportunity set* correto só começa quando o binômio **Alinhamento e Temperamento** está apropriadamente endereçado: **Alinhamento + Temperamento → Substância.**
- **Somente assim torna-se viável construir um portfólio apropriadamente concentrado entre melhores ideias**, em vez da armadilha de um portfólio pasteurizado, disperso e pouco assertivo.

Como investimos: A busca pelo *Opportunity Set* correto

Concentração Histórica % NAV

■ 5 Maiores ■ 5 Seguintes ◆ 10 Maiores



Como investimos: Anti-genialidade

- O Alinhamento é construído através de regras claras e objetivas. Na TB foi desenhado a partir do investimento de substancial montante de capital próprio dos sócios no veículo e uma performance cobrada em ciclos de 3 anos.
- O Temperamento, por sua vez, é uma característica de natureza complexa. Em parte inato, em parte desenvolvido inter-temporalmente.
- Ambas variáveis são co-dependentes e se fortalecem em um ciclo de feedback interno que tipicamente aponta direções de investimento crescentemente valiosas.
- O principal efeito que esta interação produz é **a fuga da simultânea incerteza paralisante e da busca por uma “genialidade” inebriante e contraprodutiva.**

“It’s remarkable how much long-term advantage people like us have gotten by trying to be consistently not stupid, instead of trying to be very intelligent.” - Charles T. Munger

Como investimos: Colegiado *de facto*

- *De facto* e não por ser bonito enquanto construto formal (*de jure*) ou simplesmente agradável para os participantes.
- Colegiado de investimentos não é sinônimo de democracia participativa na tomada de decisão. É uma metáfora aproximada para incentivar que a discussão de portfólio seja estritamente precedente a toda atividade ligada à produtividade pessoal...
- ...É isto que engaja a co-participação em debates produtivos (e improdutivos), resultando no recentramento de discussões que se perderam ao longo do caminho em detalhes esotéricos, de volta aos primitivos mais básicos e relevantes.
- **Em uma atividade extremamente sujeita ao *over-learning*, as discussões de premissas em colegiado são os anticorpos que limpam o barulho e guiam para o sinal.**

Como investimos: Círculo de Competência

SAM – Global:

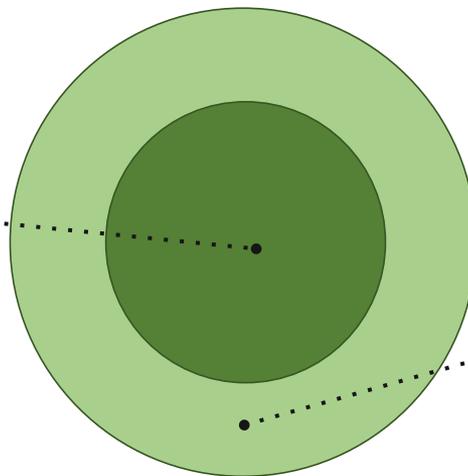
- Baterias e EVs
- Cloud e SaaS
- Consumer Internet
- E-commerce
- Serviços Financeiros
- Travel - OTAs

SAM - Brasil:

- Infraestrutura
- Serviços Financeiros
- Utilidade Pública

SAM:

- Baterias e EVs
- Cloud e SaaS
- Consumer Internet
- E-commerce
- Infraestrutura
- Serviços Financeiros
- Travel - OTAs
- Utilidade Pública



TAM - Global:

- Banda larga/Fibra
- Commodities
- Ferrovias
- Gaming
- Holding Co's
(Berkshire, Danaher, Constellation, Roper, ...)
- Industriais
- Mídia
- Semicondutores

TAM - Brasil:

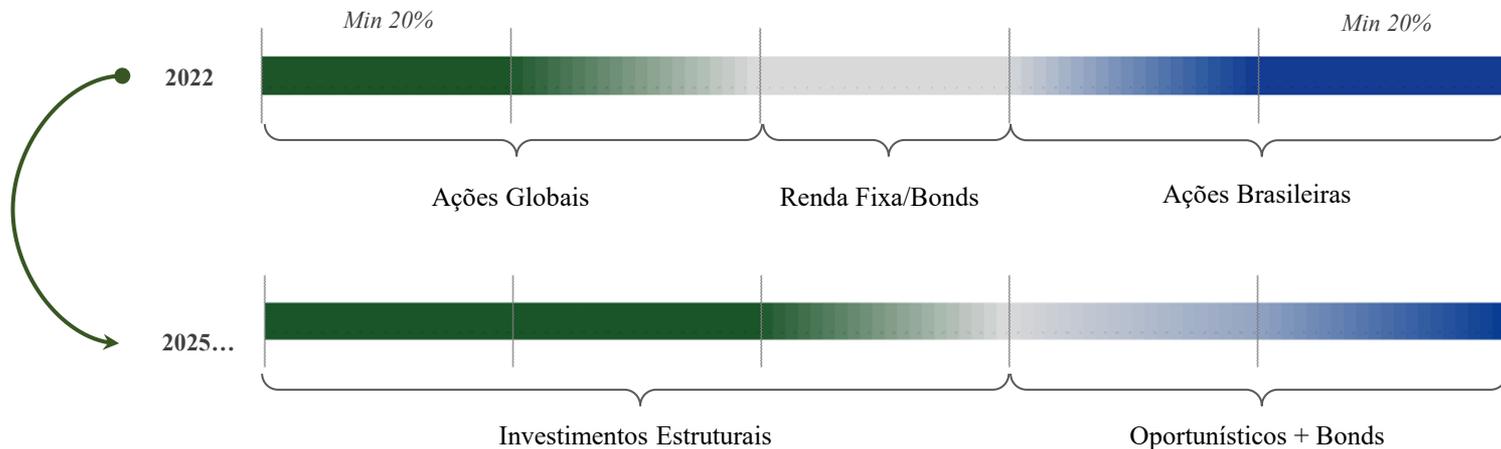
- Banda larga/Fibra
- Bens de Consumo
- Commodities
- Imobiliário
- Saúde
- Share-gainers

TAM:

- Gaming
- Holding Co's
(Berkshire, Danaher, Constellation, Roper, ...)
- Industriais
- Mídia
- Semicondutores
- Share-gainers

Como investimos: Recapitulando a Gestão do Fundo

- Somos investidores de empresas em **diversas** tranches da estrutura de capital.
- Aderimos à crença de que o jogo de investimentos moderno é sobre “*big judgment*” e não “*big data*”.
- Portanto, pretendemos gastar nosso tempo como uma equipe de investimento de maneira a otimizar nossas capacidades coletivas.
- O próprio portfólio deve corresponder a esse “proxy” de tempo dedicado, variando naturalmente de acordo com a disponibilidade de *opportunity sets* dentro de cada categoria.



“The better the logic, the more necessary the falsity of conclusions drawn from false premises.”

“It isn't the learning that's so hard, but the unlearning.”

“I very frequently get the question: ‘What’s going to change in the next ten years?’ ... I almost never get the question: ‘What’s not going to change in the next ten years?’ And I submit to you that that second question is actually the more important of the two — because you can build a business strategy around the things that are stable in time.”

“We want to set up an environment where the decision making occurs free of the misleading force of persuasion. Persuasion leads to mediocrity.”