

Comentários do Gestor

Junho de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA®

Alexandre Brito, CGA



Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de 11,35% em junho/2020 contra 8,76% do Ibovespa, representando um desempenho superior ao índice de mercado de 2,60%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de 5,48% e o Ibovespa -5,85% (prêmio de 11,34% sobre a bolsa).

Em nossos Comentários referente ao mês de junho/2020, iniciaremos com uma discussão a importância de reconhecer os riscos do comportamento de manada característicos do mercado financeiro em geral, e especialmente no mercado de ações. Pretendemos ainda abordar temas relevantes para nossa carteira de investimentos como os dados sobre a recuperação econômica decorrente da abertura gradual dos negócios, a proposta de reestruturação da OI, avaliação sobre o segmento de e-commerce e, finalmente, algumas observações sobre o marco regulatório do Saneamento aprovado no Congresso este mês.

Howard Marks -
Uncertainty - Oaktree
Memo

—
“Para ser melhor que a maioria, você precisa se afastar da multidão.”
—

Um dos principais pilares que configuram a filosofia de investimento em valor (*value investing*) é a capacidade dos investidores e gestores se afastarem da multidão (ou da “manada” como alguns preferem chamar) e desenvolverem pensamentos inde-

pendentes e, muitas vezes, contrários ao consenso comum.

Esta vertente se popularizou ainda mais quando estudiosos das finanças comportamentais demonstraram o equívoco de assumir como premissa a racionalidade sistêmica dos agentes econômicos, hipótese fundamental para toda modelagem teórica de decisão de investimento.

Um dos principais pioneiros desta crítica, o psicólogo, Nobel de Economia, Daniel Kahneman, explica em seu livro *Rápido e Devagar* como raramente se observa a racionalidade prevista pela turma de Chicago. O processo de decisão mais realista para descrever o comportamento comum deve considerar que na maior parte do tempo tomamos decisões sem avaliar racionalmente as consequências. Assumimos padrões automáticos de reação para situações rotineiras e simplesmente agimos de acordo com esses padrões.

Um padrão de comportamento automático é determinado pelo viés de conformidade social, que nos faz agir em acordo com a multidão, a manada, o senso-comum. Isso pode ser uma grande cilada quando colocamos na perspectiva do mundo financeiro.

Daí a importância de incorporar uma filosofia de investimento na atividade profissional de alocação de recursos. Adotar princípios sólidos, testados ao longo de muitas décadas, proporciona uma blindagem indispensável ao viés de conformidade.

O foco no longo prazo reduz a influência dos ruídos que movimentam os preços no curto prazo, e muitas vezes levam a interpretação equivocadas da realidade. O pensamento independente reduz os riscos de sermos vítimas das técnicas de persuasão cada vez mais sofisticadas dos novos *influencers* das redes sociais.

Por isso frequentemente investidores de valor (também chamados de *value investors*) são classificados como contrários (*contrarians*), justamente por manterem posições diferentes da tendência do mercado.

Retomada macroeconômica

No mês de junho pudemos observar a retomada global no desempenho dos ativos de risco. Aparentemente o pavor de desvalorização com a queda foi substituído pelo medo de ficar de fora da recuperação nos mercados.

Parte do otimismo do mercado veio de dados econômicos e empresariais melhores do que o esperado. Um deles, foi um dado que saiu nos EUA, logo no início de junho, sobre o nível de empregabilidade no país. A expectativa dos economistas era de uma queda líquida no número de empregados na ordem de 7,5 milhões, enquanto que em maio foram adicionados 2,5 milhões de empregos.

Ademais, observamos no mês de junho uma injeção de liquidez nas economias bastante relevante. Os fundos de liquidez dos EUA, conhecidos por *Money Market Funds*, que seria uma espécie de fundos 'DI' para nós aqui do Brasil, tiveram um incremento de US\$ 1 trilhão atingindo a marca histórica de US\$ 4,8 trilhões.

Este imenso volume de recurso é atrelado à taxa básica da economia americana, que hoje está em 0% a.a. nominal. Entendemos que será natural parte deste massivo volume migrar para ativos de risco em busca de melhores retornos.

Um dos indicadores que podem ser acompanhados para entender o termômetro de expectativa das empresas é através do

5 Finacap Mauritsstad FIA

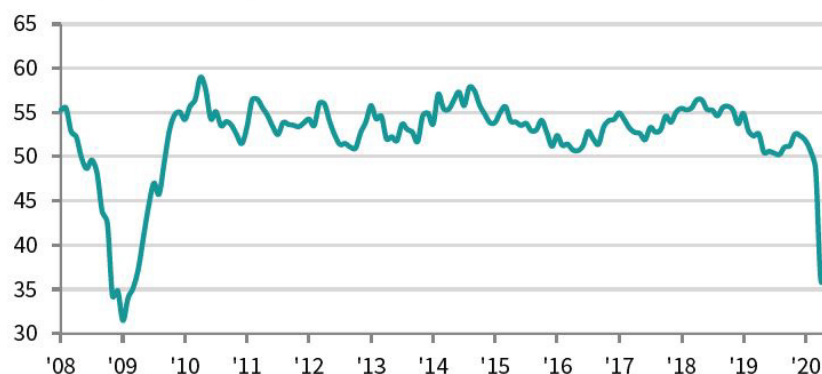
¹PMI (Purchasing Managers' Index) desenvolvido pela IHS Markit. Para mais informações, acesse <https://ihsmarkit.com/products/pmi.html>

índice PMI¹. Resumidamente, o PMI mede a expectativa de executivos com o desempenho econômico dos setores em que as empresas que trabalham estão inseridas. O principal parâmetro deste índice é que, patamares abaixo de 50 indicam pessimismo em relação ao desempenho econômico, enquanto que valores acima de 50 apresentam otimismo.

Abaixo destacamos os gráficos do PMI para os EUA, União Européia, China e Brasil. Fica evidente neste gráfico a relevante recuperação que o índice vem apresentando em formato de 'V' (uma queda acentuada, mas forte recuperação em curto espaço de tempo).

U.S. Manufacturing PMI

sa, >50 = improvement since previous month



Source: IHS Markit.

IHS Markit Eurozone Manufacturing PMI

Eurozone Manufacturing PMI, sa, 50 = no change



Source: IHS Markit.

Caixin China General Manufacturing PMI

sa, >50 = improvement since previous month



Sources: Caixin, IHS Markit.

Brazil Manufacturing PMI®

sa, >50 = improvement since previous month



Source: IHS Markit.

A Nova Oi S/A

A companhia Oi S/A apresentou valorização no mês de junho na ordem de 60%. O principal fato relevante para a empresa neste mês foi a apresentação de proposta da administração para o novo plano de Recuperação Judicial a ser submetido à Assembleia Geral de Credores no dia 15 de agosto.

A ideia básica, apresentada pelo CEO, Rodrigo Abreu, é destravar o valor dos ativos do conglomerado que, devido a anos de má gestão, perderam capacidade de gerar valor na estrutura centralizada atual. A avaliação da nova administração é de que o valor

dos ativos separados é muito maior ao que está refletido na cotação da empresa hoje. A estratégia, portanto, será explorar ao máximo a necessidade de consolidação do setor no Brasil, transferindo para os demais players a operação de telefonia móvel e para investidores especializados em infraestrutura a extensa rede de fibra ótica da empresa.

Para viabilizar este plano no processo de Recuperação Judicial a companhia está propondo dividir os ativos da empresa em 4 UPIs (Unidade Produtiva Isolada) que serão direcionadas para desinvestimento e que serão utilizadas para amortizar sua dívida. Esta estrutura de UPI viabiliza a negociação com potenciais compradores pois segrega o passivo vinculado a referida unidade e o proponente adquirente recebe a unidade livre de dívidas, mas com os ativos relacionados.

As 4 UPIs apresentadas com suas respectivas estimativas de valor foram: (i) InfraCo (R\$ 26 bilhões), (ii) Mobile/Móvel (R\$ 15 bilhões), (iii) Torres (R\$ 1 bilhão), e Data Center (R\$ 325 milhões). A venda de um mínimo de 25% da InfraCo e de 100% das demais UPIs, representariam uma entrada de caixa de R\$ 22,8 bilhões. A dívida líquida atual apresentada pela companhia no 1º trimestre é de R\$ 18 bilhões.

Em relação a InfraCo, como mencionamos, o objetivo da companhia é continuar como sócia da operação (que vale ressaltar detém uma das maiores redes de fibra ótica do mundo, que supera em larga escala os demais *players*, de fato um ativo difícil de ser replicado no país), porém sem o controle, de forma possibilitar a independência da empresa que prestaria serviços para os demais players do setor.

Após monetização desses ativos restaria a unidade que chamam hoje de ClientCo. Esta empresa seguiria administrando a carteira

de clientes atual, remunerando a InfraCo pelo uso da infraestrutura de rede. O potencial de crescimento se concentraria no serviço de banda larga, viabilizado pela rede da InfraCo e na capilaridade herdada das concessões da Telemar e da Brasil Telecom.

A pitada de ironia desta história é que, a concessão de telefonia fixa, principal ativo da privatização e que tornou a empresa alvo de feroz disputa política nos últimos 20 anos, e que levou a empresa para recuperação judicial, acabou por se tornar irrelevante.

E-commerce

Em nosso último relatório referente a maio, apresentamos uma análise da empresa que o fundo detém participação acionária: LOG CP. Esta empresa apresentou valorização no mês de junho no valor de 40,81%.

Neste mês observamos continuidade do forte desempenho das empresas ligadas ao setor de e-commerce. O isolamento social imposto globalmente chamou atenção para este meio de comércio como alternativa as formas tradicionais de distribuição por meio dos Shopping Centers. Como sabemos, devido ao fechamento obrigatório dos centros de compras os consumidores foram induzidos a desenvolver o hábito de consumir através de operações digitais.

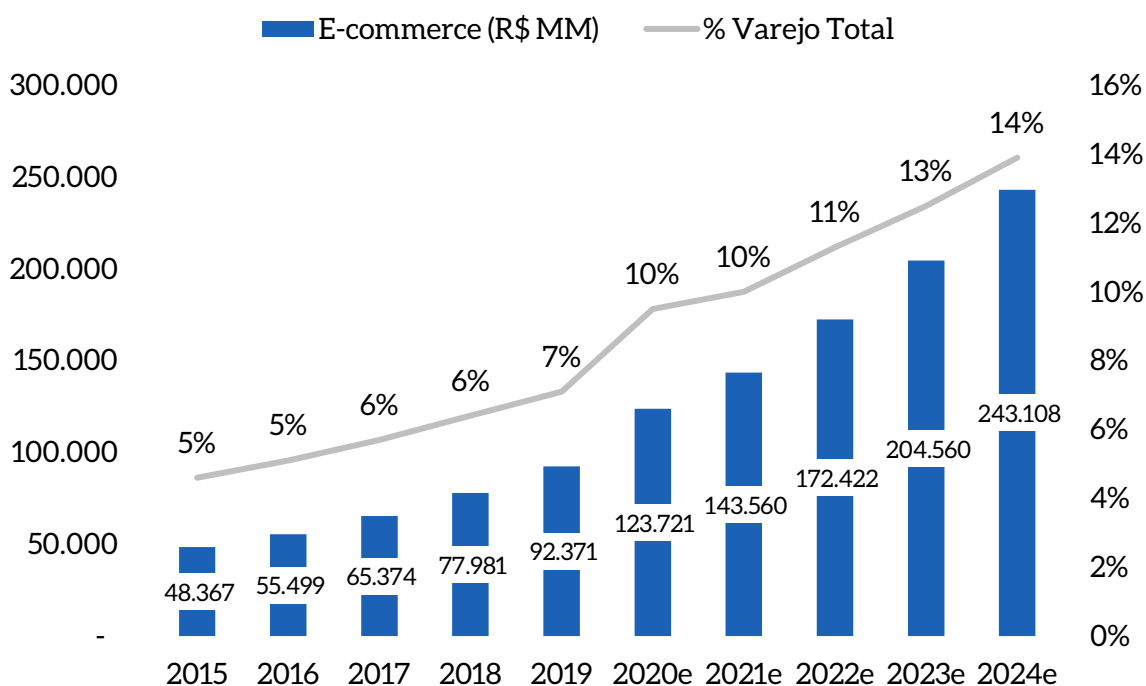
Este fenômeno global tem favorecido a perspectiva de desempenho para empresas como a Amazon, que atingiu cotação recorde para suas ações. No Brasil, empresas como B2W, Magazine Luiza e Via Varejo, viram suas ações se valorizarem fortemente após a pandemia, sendo casos raros de ganhadores num cenário de devastação econômica em vários setores.

Nos preços atuais dificilmente faremos aquisições no setor, mas gostaríamos de lembrar que, com paciência é possível investir em empresas que gostamos por preços de promoção. Quando adquirimos ações da Magazine Luiza, cinco anos atrás, ela era negociada na bolsa como um caso clássico de ação barata ou como Benjamin Graham carinhosamente chamava, bitucas de cigarro.

Além do mais, você não precisa investir diretamente nas varejistas para se beneficiar da mudança estrutural do comércio.

Empresas como a LOG CP, que opera galpões logísticos vem se posicionando cada vez mais como a principal escolha para empresas de comércio eletrônico fora do eixo Rio-São Paulo.

O potencial de crescimento deste setor e consequentemente da LOG, é bastante interessante como podemos observar no gráfico abaixo que mostra a curva de expansão e projeções para o *e-commerce*.



Marco do Saneamento

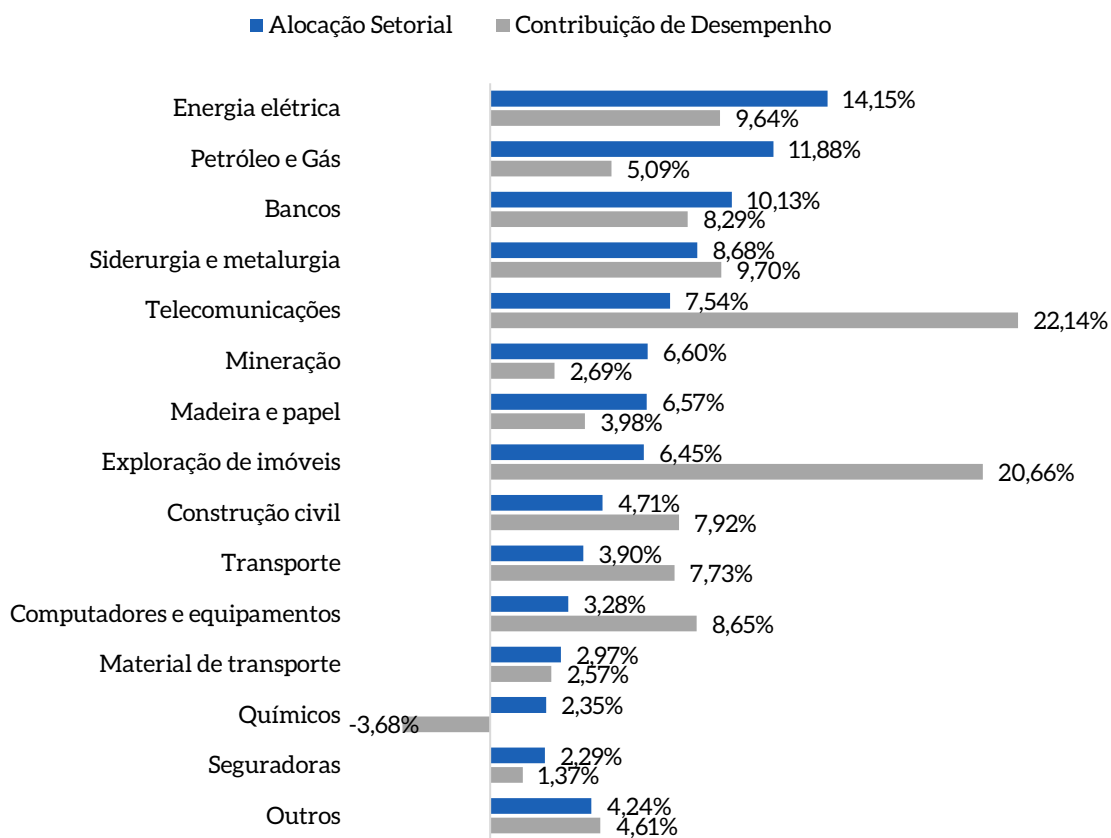
Outro fato relevante que marcou as notícias corporativas do país neste mês foi a aprovação do marco do saneamento. Em linhas gerais, o objetivo desta proposta é de universalizar o acesso a serviços de saneamento para a população brasileira até 2033, a qual demandará investimentos neste setor na ordem de R\$ 50 bilhões/ano (valor que atualmente gira em torno de R\$ 11 bilhões/ano). No ritmo atual, a universalização apenas seria atingida em 2055.

Como podemos imaginar a demanda pelo serviço de saneamento no Brasil é gigantesca. Praticamente metade da população brasileira não tem acesso a esgoto e 16% não possuem água potável. Estes indicadores são ainda mais alarmantes em algumas regiões do país.

Na conferência exclusiva que promovemos com o RI da Sanepar, ficou evidente que, mesmo com este importante avanço na legislação, ainda levará tempo razoável para o setor proporcionar a segurança regulatória que observamos hoje no setor elétrico, por exemplo. A descentralização da regulação é certamente uma barreira importante que precisará ser equacionada para que haja um mínimo de segurança para atrair o investidor de longo prazo.

Atualmente a posição do fundo atrelada ao setor é pequena (na ordem de 1,3% do patrimônio), mas que se enquadram como oportunidades a serem acompanhadas à medida que o projeto tome mais corpo e o caminho para os investimentos através de ações fique mais evidente.

Atribuição de Performance





Finacap FIM

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em junho/2020 de 1,80% contra 0,21% do CDI, representando um prêmio de 847,57% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 2,51% contra 4,60% do CDI.

As contribuições no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (0,10%), Pós Fixado Crédito Privado (0,25%), IPCA Soberano (0,39%), IPCA Crédito Privado (0,16%), Ações (1,03%) e Pré Fixado (0,02%).

Nossa exposição em títulos de dívida privada apresentou uma contribuição positiva de 0,41% para o resultado do fundo. Esta contribuição representa 23% do retorno total do fundo no mês. A exposição total nesta estratégia é de 32,8% do patrimônio líquido do fundo.

O mês de junho foi marcado pela continuidade na recuperação das taxas de retornos dos títulos de crédito privado – pós fixados e pré fixados + inflação. Com exceção de apenas 1 título da carteira, toda a posição entregou resultado significativamente acima do CDI. Porém, entre as duas subcategorias de crédito, a de papéis indexados à inflação entregaram resultado ainda superior aos dos pós fixados.

A exposição em renda variável representou a maior contribuição para o desempenho do fundo no mês. Estes ativos respondem por 9,48% do patrimônio do fundo. Para que nossos Comentários

não se tornem repetitivos, recomendamos que observem nossa carta referente a estratégia de ações acima, onde condensamos os principais pontos referentes ao desempenho da estratégia desta classe de ativo para o resultado do fundo.

Um dos principais fatos do mês foi a decisão, por unanimidade, pelo Copom de reduzir a taxa Selic em 0,75 p.p., passando a ser de 2,25% a.a.

No modelo do Copom, em cenário que considera a taxa de câmbio constante em R\$ 4,95/US\$, taxa de juros de 2,25% a.a. (em 2020) e 3,00% a.a. (para 2021), a inflação para este ano e o próximo seriam de 2,0% e 3,2%, respectivamente.

Os membros do Comitê entendem que “o impacto da pandemia sobre a economia brasileira será desinflacionário e associado a forte aumento do nível de ociosidade dos fatores de produção”. Porém, eles também ponderaram que com o impacto dos programas de estímulo e de recomposição da renda “a recuperação da economia pode ser mais rápida que a sugerida no cenário base”.

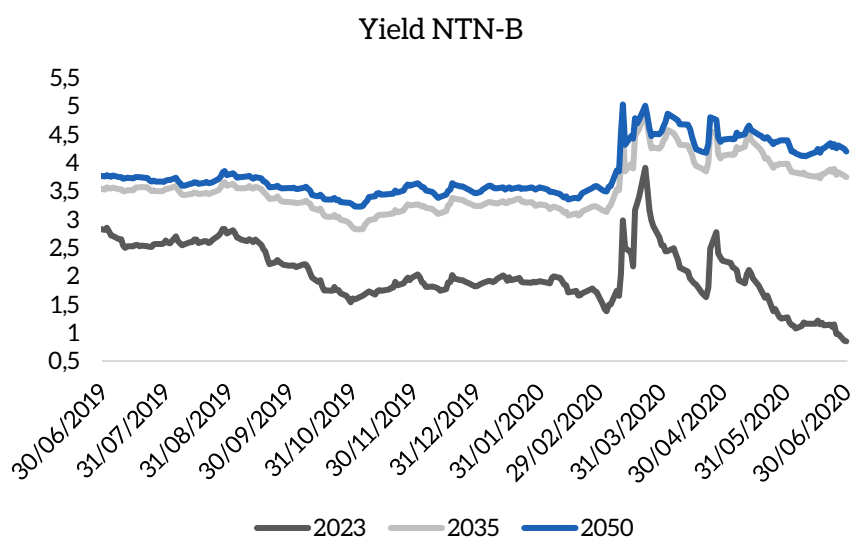
Demais discussões do colegiado sugeriram “cautela na condução da política monetária” e reafirmaram “seu compromisso com a meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional”.

Finalmente concluíram com uma mensagem que reflete a incerteza percebida para o cenário a frente “o espaço remanescente para a utilização de política monetária é incerto e deve ser pequeno” especialmente por entenderem que o estímulo já implementado com o significativo corte de juros ser compatível com os impactos econômicos.

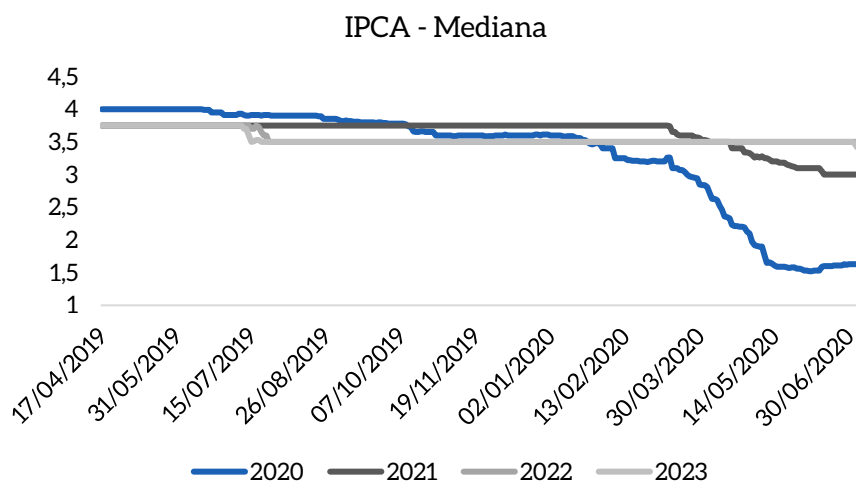
Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à

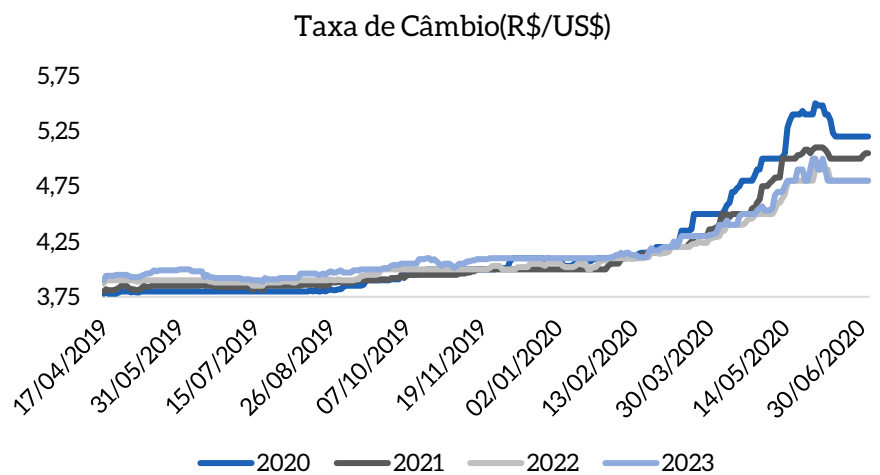
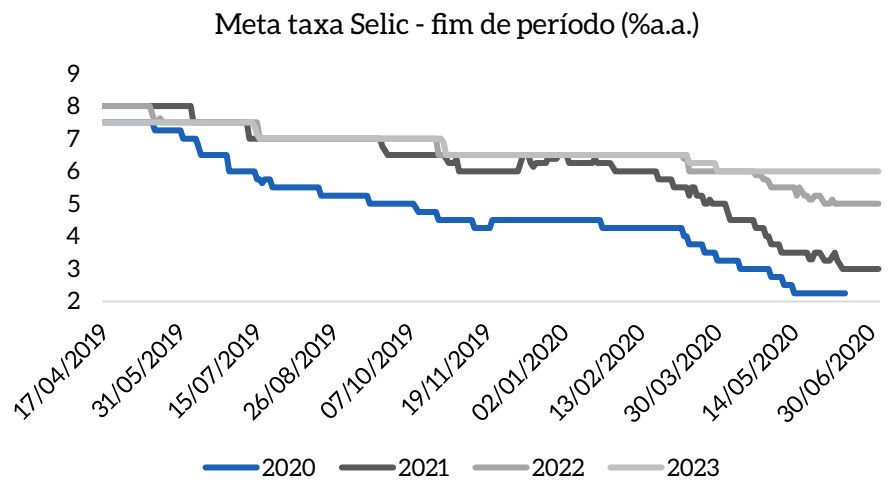
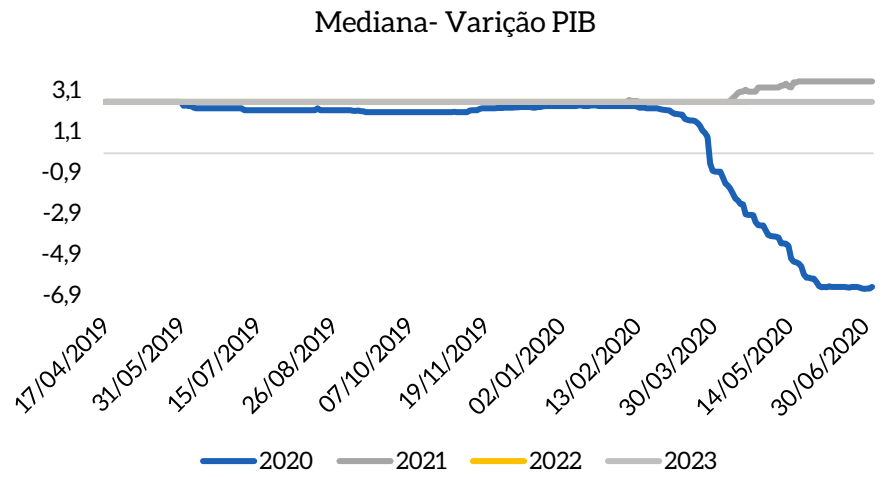
inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram valorização para os papéis com vencimento em 2023, 2045 e 2055. Os títulos com vencimento mais longo (2045/2050) entregaram resultado ainda mais positivo.

Tal movimento advém do fechamento dos prêmios pagos por estes títulos do Tesouro, a qual pode ser observada nos gráficos abaixo, que apresentam a redução recente das taxas atreladas a estes títulos.

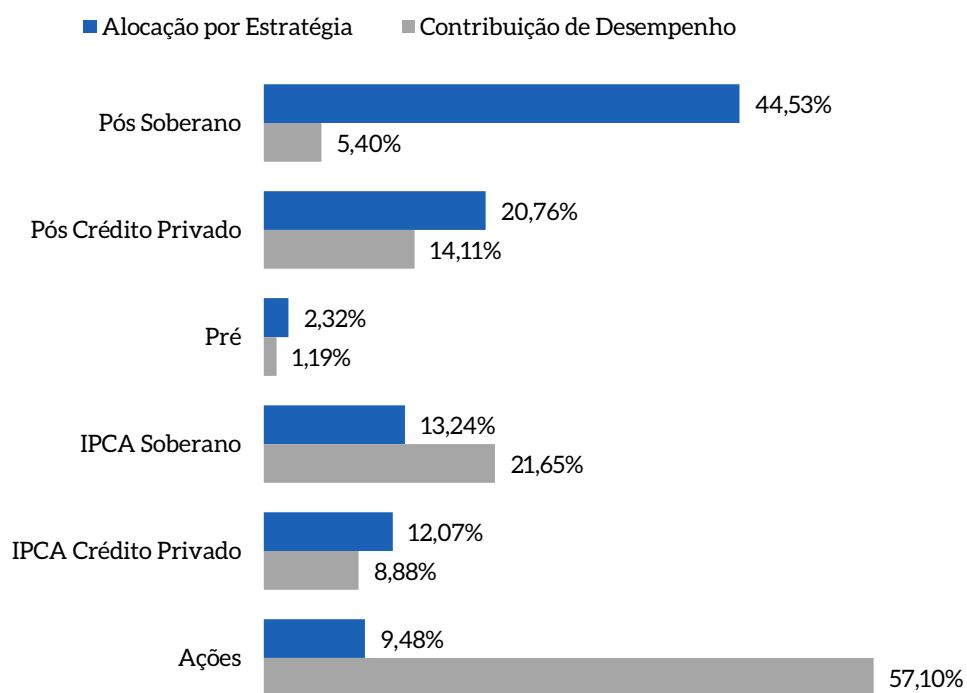


Por fim, dispomos abaixo as principais métricas divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil.





Atribuição de Performance



70

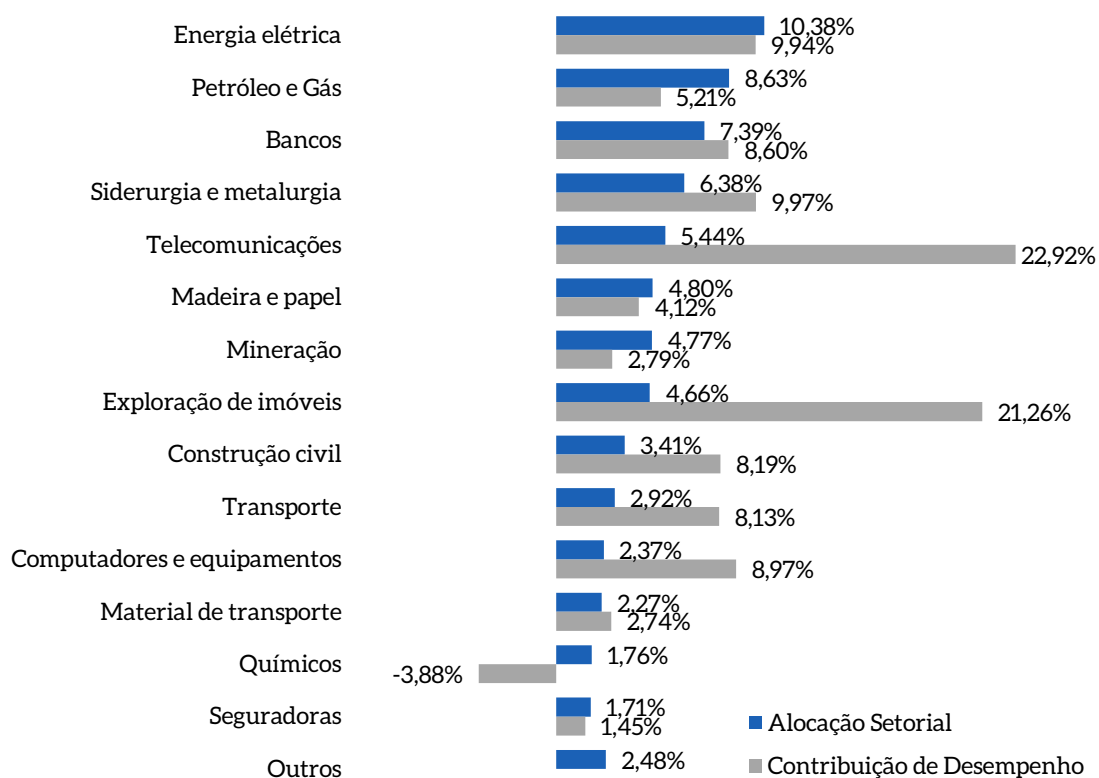
Finacap Icatu 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de 7,95% em junho/2020 contra 0,21% do CDI. A estratégia de alocação do fundo é de deter até 70% em uma carteira que espelha o portfólio do fundo Finacap Mauritsstad FIA e 30% em renda fixa pós-fixada que acompanha a Selic.

Atualmente a exposição por estratégia do fundo encontra-se em 69,4% em ações e 30,6% em títulos atrelados à Selic.

Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos a leitura de nosso relatório referente ao fundo Finacap Mauritsstad FIA – o qual é a carteira espelho da alocação de renda variável deste fundo de previdência.

Atribuição de Performance



Cordialmente,



Luiz Fernando Araújo

luizfernando@finacap.com.br



Alexandre Brito

alexandre.brito@finacap.com.br

Finacap Mauritsstad FIA				
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início
Fundo	11,4%	-14,1%	5,5%	804,0%
Ibovespa	8,8%	-17,8%	-5,9%	348,4%
Finacap FIM				
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início
Fundo	1,8%	-2,4%	2,5%	68,7%
CDI	0,2%	1,8%	4,6%	58,4%
Finacap Icatu 70				
Rentabilidade	Mês	2020	6 Meses	Desde o início
Fundo	8,0%	-5,3%	-5,3%	2,9%
CDI	0,2%	1,8%	1,8%	3,3%

Disclaimer: fundos de investimentos não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O fundo é destinado a investidores em geral. Patrimônio Líquido: Finacap Mauritsstad FIA - R\$ 82.956.186; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 57.347.402; Finacap Icatu 70 - R\$ 9.690.024. O fundo pode sofrer significativa variação de valor da cota, representando perdas ou ganhos a seus cotistas. Gestor de Recursos: Finacap Investimentos Ltda. CNPJ: 01.294.929/0001-33. Supervisão e fiscalização: Comissão de Valores - CVM. Data base: 30/06/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.