

# Comentários do Gestor

*Julho de 2020*

Luiz Fernando Araújo, CFA®

Alexandre Brito, CGA



## Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de 9,22% em julho/2020 contra 8,27% do Ibovespa, representando um desempenho superior ao índice de mercado de 0,95%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de 14,02% e o Ibovespa 1,08% (prêmio de 12,94% sobre a bolsa). Desde o início, o fundo teve desempenho de 887,35% enquanto que o Ibovespa foi de 385,46%.

Em nossos Comentários referente ao mês de julho/2020, iniciaremos com uma reflexão sobre a variável de incerteza como uma constante para a vida do investidor, apresentaremos os resultados recentes das principais economias do globo, bem como nossa análise sobre alguns dos setores que foram destaques no mês: telecomunicações, energia elétrica, papel & celulose e construção civil.

### **Incerteza: a variável constante na vida do investidor**

Pudemos observar no decorrer de julho vários analistas revisitando seus modelos de projeção econômica e atualizando suas perspectivas para os principais indicadores de atividade. Neste aspecto achamos oportuno lembrar a recomendação de Bernstein:

—

### 3 Finacap Mauritsstad FIA

A grande contribuição das ciências econômicas para humanidade foi oferecer técnicas para antecipar eventos possíveis no futuro. Desde buscar prever fenômenos da natureza para melhorar o resultado da agricultura e da navegação até como antecipar o comportamento das pessoas de forma a criar mecanismos de organização social que maximizem a produtividade dos indivíduos. A dificuldade desta tarefa é tamanha que gerou propostas totalmente antagônicas como as de Karl Max e Adam Smith.

Atualmente a visão que se popularizou com as finanças comportamentais é de que nossa capacidade preditiva é muito mais limitada do que gostaríamos, e devido a nossa obsessão por antecipar eventos futuros tendemos a aceitar projeções frequentemente precipitadas. Uma sigla criada por Daniel Kahneman bastante interessante é WYSIATI ("*what you see is all there is*", o que você vê é tudo o que há, em português). Tendemos a negligenciar aquilo que não podemos enxergar e supervalorizar o que podemos ver. Uma figura que poderia representar bem tal ilustração é da ponta do *iceberg*. O que sabemos é uma gota, o que desconhecemos é um oceano.

E como isso afeta nossa atividade de gestão de investimentos?

Entendemos que a incerteza é uma variável constante que sempre vai fazer parte da equação no mundo financeiro. Não é possível fugir dela, precisamos aprender a conviver com ela e agir prudentemente baseado em análise consistente do comportamento dos ativos financeiros ao longo dos anos.

Um dos princípios que norteiam nossa filosofia baseada nesta reflexão é de focarmos mais nossas análises em empresas específicas, do que no cenário macroeconômico. Obviamente não negligenciamos tais avaliações. Porém, entendemos que o

---

nível de incerteza é consideravelmente menor no espectro micro do que no espectro macro.

O segundo ponto diz respeito a importância de considerarmos uma margem de segurança razoável em nossos modelos de avaliação de ativos. Tal margem diz respeito justamente ao descasamento entre valor justo e preço de mercado. Nesta abordagem, bastante preconizada pelo prof. Benjamin Graham, procuramos ser muito conservadores na estimativa de valor dos ativos que avaliamos, de forma a evitar desastres mesmo quando as premissas para o modelo se mostrem equivocadas.

Por fim, incorporamos no processo de gestão dos ativos o conceito de reação exagerada (do inglês *overreaction*). Com base em estudos acadêmicos e na nossa experiência profissional, acreditamos que os mercados tendem a reagir de forma exagerada a notícias de toda ordem. Isto vem tanto do viés comportamental do mercado de oscilar entre ganância e medo (como normalmente exploramos neste espaço), bem como da obsessão de vários participantes de gerar resultados no curto prazo.

E como isso impacta os seus investimentos?

No fundo Finacap Mauritsstad FIA, nosso mandato é de investir todos os recursos disponibilizados no mercado de ações. Entendemos, entretanto, que nossos investidores enfrentam o mesmo problema da incerteza, porém de uma perspectiva diferente. Além de identificar quais os melhores ativos de renda variável devem compor sua carteira de investimentos, ainda há o problema de quanto alocar em cada classe de ativo (ações, renda fixa, imóveis, ouro, dólar, etc).

O forte desempenho da bolsa, atrelado a uma taxa de juros de

---

2008, tem motivado muitas pessoas a considerarem o investimento em ações. A percepção de que todo mundo está entrando e estou ficando de fora sempre ocorre nos estágios iniciais das bolhas. As pessoas sabem disso e a ansiedade nessa fase inicial é brutal.

A procura por respostas que possam dar alguma informação sobre como será o comportamento futuro próximo do mercado é ambiente fértil para os mais variados tipos de charlatães. Quando demandados temos apenas uma resposta para lidar com esta situação. Diversifique sua carteira de acordo com suas circunstâncias pessoais e desista de tentar prever o comportamento do mercado. Frustração é uma reação comum nestes momentos.

A figura do assessor financeiro independente é muito rara no Brasil. Infelizmente. Mais do que um guru que vai lhe passar dicas semanais de ações quentes, o que todos nós precisamos é de um profissional que vai se preocupar com o balanceamento de sua carteira ao longo dos anos. Que vai entender suas necessidades de liquidez, a estabilidade de sua renda familiar, os objetivos financeiros relevantes como a educação superior dos filhos, a aposentadoria, a forma ótima de tributação, enfim, um clínico geral para sua saúde financeira. Infelizmente o que se proliferou foram os distribuidores de produtos financeiros que certamente não vão querer contrariar os impulsos especulativos quando isso representar um grande aumento nas comissões geradas pela euforia dos mercados.

Um assessor comprometido com o investidor no longo prazo vai procurar orientar o seu cliente a manter uma estratégia de alocação estável ao longo do tempo. Alterando-a apenas quando há mudança nas circunstâncias familiares do investidor, como a proximidade da aposentadoria, por exemplo. Faz parte do seu

---

trabalho propor uma estratégia anticíclica, orientando seu cliente a rebalancear a carteira para ativos de risco em momentos em que estes estão fora de moda e reduzindo a posição quando esta exposição ultrapassa os limites definidos no planejamento original.

### **Cenário Econômico**

Neste mês de julho, pudemos começar a avaliar os desempenhos das principais economias no 2º trimestre deste ano, que comprovou o intenso reflexo da pandemia na atividade econômica. Nos EUA o desempenho no 2º trimestre foi de -9,5% e na União Europeia -12,1%, enquanto que na China observamos a retomada econômica a níveis de pré-crise. O desempenho chinês trouxe resultados positivos para ações de empresas que possuem forte comércio com o país asiático.

Para o Brasil, observamos a revisão de estimativas em relação ao déficit primário para este ano, saindo de uma base de 12% do PIB para 11,3%.

Concluimos no fim deste mês de julho a maratona de assembleias ordinárias de companhias investidas pelo fundo e iniciamos a temporada de divulgação de resultados referente ao 2º trimestre e conferência com as equipes das empresas.

Em geral, até o momento, os resultados vêm surpreendendo positivamente nossas estimativas e do mercado.

### **Telecomunicações**

A companhia Oi S/A apresentou valorização no mês de julho de 51,67%. Em nossos Comentários do mês passado, apresentamos nossa tese para a companhia que vêm justificando a alocação.

---

Para que nossos comentários não fiquem repetitivos, aqueles que desejarem rever o que escrevemos, podem acessar o relatório anterior disponível em nosso blog [www.finacap.com.br/blog](http://www.finacap.com.br/blog).

O fato novo que provavelmente justifica a reação positiva pelo mercado, foi o anúncio da entrada do *hedge fund* Digital Colony na disputa pelo Oi Móvel e o aumento do valor da proposta do consórcio formado pela Tim, Vivo e Claro para R\$ 16,5 bilhões pela unidade de negócio.

Ademais, foram divulgados nomes de possíveis interessados na operação de infraestrutura (denominada InfraCo), bem como para os demais ativos para venda (Torres e *Data Centers*).

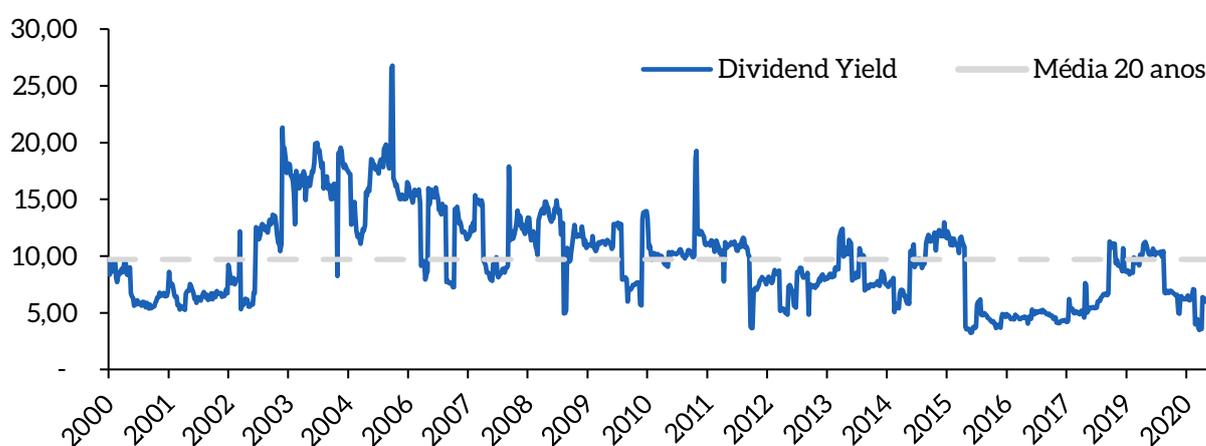
Este fluxo de propostas reforçam o plano do CEO Rodrigo de Abreu para conseguir a aprovação do novo plano de recuperação judicial na próxima AGC (Assembleia Geral de Credores) a ser realizada no final deste mês de agosto ou início de setembro.

Outra companhia que detemos participação no setor é a Telefônica Brasil - Vivo, que apresentou valorização no mês de 10,89%. A empresa que inicialmente detinha a concessão de telefonia fixa no estado de São Paulo, hoje tem a maior operação móvel do país com a Vivo e expandiu fortemente sua presença em banda larga no Brasil com a aquisição da GVT alguns anos atrás.

Acreditamos que a reestruturação da Oi representa um indicativo de que o setor que está cada vez menos dependente dos ativos concedidos nas privatizações do final dos anos 90 e isto é uma excelente notícia. O setor é crucial para economia baseada em dados e, dentro de uma lógica de mercado, com menos intervenção estatal, poderá finalmente se organizar de forma mais eficiente.

---

Como sempre destacamos, a política de dividendos de uma empresa representa um indicador muito importante sob vários aspectos. No caso da Telefônica-Vivo sua política de dividendos representa para nós sinal de disciplina na alocação de capital, governança orientada para o acionista e rentabilidade operacional adequada. No gráfico abaixo podemos observar o retorno em dividendos para acionistas nos últimos 20 anos e a média deste retorno neste período, que se encontra em torno de 10% ao ano.



### **Energia Elétrica**

Escrevemos nesse espaço aos nossos investidores nos Comentários de abril/2020 sobre as negociações envolvendo a AES Tietê e Eneva em uma tentativa desta empresa de propor uma “fusão” com a AES Tietê, em que os acionistas da Tietê teriam uma participação minoritária na nova companhia a ser formada e uma pequena parcela a ser paga em dinheiro.

Neste mês, este processo foi concluído com a aceitação por parte do BNDESPar de oferta de compra de sua participação na AES Tietê pela AES Corp. O valor ofertado de R\$ 1,27 bilhão não supera o valor implícito na negociação com a Eneva, que precificava a ação da Tietê em torno de R\$ 18,80/ação, porém

será liquidada imediatamente em dinheiro, o que evidentemente representa vantagem significativa em relação a proposta concorrente que tinha maior parte em ações da Eneva que precisariam ser alienadas futuramente com valor incerto.

Com a conclusão da operação, a americana passará a deter 42,9% do capital total da companhia, enquanto que a participação do BNDESPar ficará em torno de 9%. O mercado reagiu mal em relação à vitória da AES Corporation na negociação. A AES Tietê apresentou desvalorização de -3,38% no mês, sendo que até o dia 21/julho apresentava valorização de 10%.

Nossa opinião sobre a AES Tietê permanece a mesma. Na verdade, a maior participação da AES Corp no capital da empresa e o anúncio de futura adesão ao Novo Mercado é excelente notícia para os acionistas não controladores. Sabemos que a divergência entre participação política (em ações com direito de voto) e econômica representa principal risco de governança no nosso mercado de capitais. Vimos de perto, ao longo da história da Oi (antiga Telemar), o que acionistas controladores com menos de 5% do capital total podem fazer em termos de destruição de uma empresa saudável.

### **Papel & Celulose**

A Suzano é a maior produtora de celulose de eucalipto do mundo e apresentou valorização no mês de 14,16%. A companhia até poucos meses antes da pandemia, passava por fase de retomada de sua rentabilidade, prejudicada por conta de altos níveis de estoque dos seus produtos nos portos chineses, decorrentes da forte queda dos preços da celulose no mercado internacional e de sua decisão de reduzir as vendas neste cenário.

Com o desenrolar da pandemia, e o incremento no consumo de

---

produtos derivados da celulose, trouxeram bons resultados operacionais à companhia e retomada em novo ciclo de alta nas cotações da celulose, além de valorização do dólar, haja vista que a companhia tem receitas majoritariamente na moeda americana.

Acreditamos que as bases operacionais e mercadológicas estão dadas para a empresa crescer de forma sustentável nos próximos anos. Após a consolidação do mercado nacional, com a incorporação da Fibria (por sua vez resultado da fusão entre Aracruz e VCP) entendemos que a empresa tem capacidade de administrar de forma racional a oferta de celulose adequada a demanda do mercado. A questão ambiental, cada vez mais presente na sociedade e nos mercados financeiros, deve favorecer a opção pela celulose. Uma das metas da empresa, após a fusão com a Fibria em janeiro de 2019, por exemplo, é substituir 10 milhões de toneladas de plásticos e derivados do petróleo por produtos renováveis até 2030.

### **Construção Civil**

Finalmente, o fundo detém participação na Duratex, conhecida pelas marcas Duratex, Durafloor, Deca, Hydra, Ceusa e Portinari, que apresentou retorno positivo neste mês. A companhia atua em 3 segmentos de negócios: madeira, metais & louças e revestimentos cerâmicos, apresentou valorização no mês de 25,19%.

Mais identificada com o negócio de madeira, a empresa no decorrer de sua atuação diversificou bastante sua atuação para outras frentes de negócio que estão mais atreladas a construção civil e materiais para o lar.

A Duratex no 2º trimestre operou, na média, com 50% da sua

---

## 11 Finacap Mauritsstad FIA

capacidade produtiva nas suas diversas unidades de negócios. Porém, pudemos observar que em junho a capacidade utilizada já saltava para em torno de 80%.

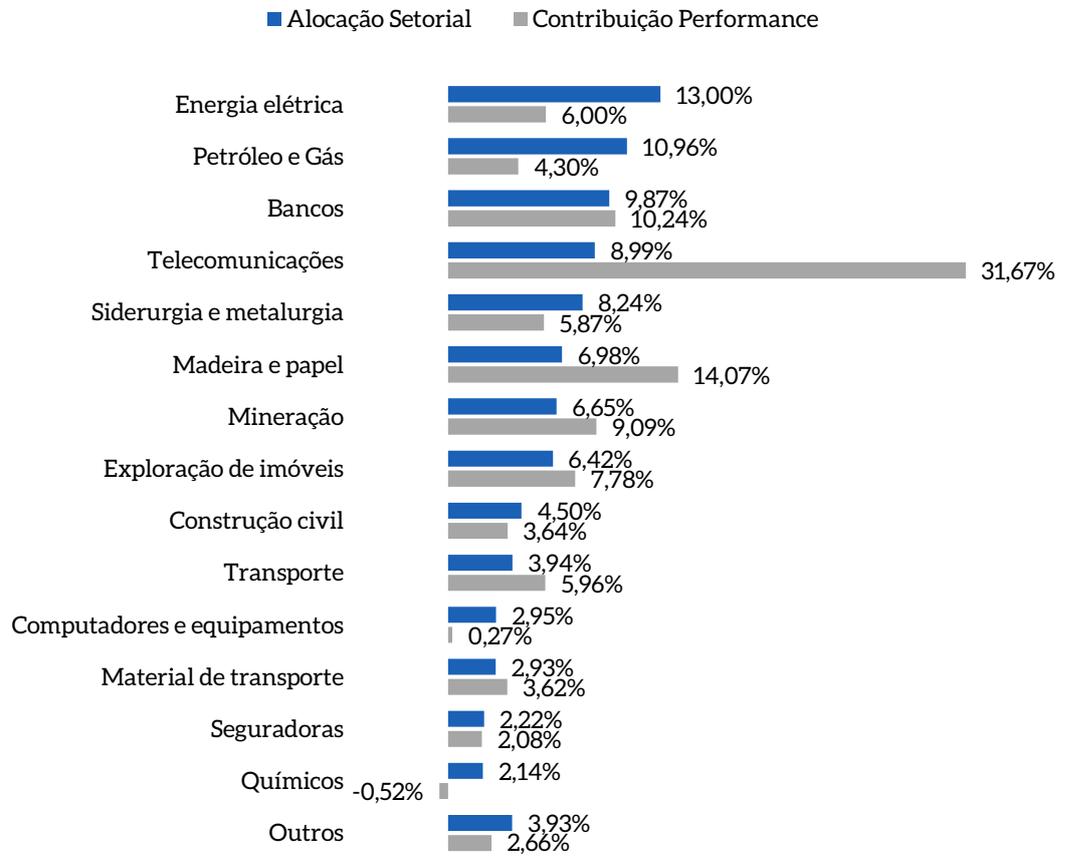
Após ter tido bom desempenho na expansão econômica nos anos 2000, passou por reestruturações na administração e na sua visão estratégica a partir de 2013/2014. Uma das remodelagens aconteceu com a venda de áreas florestais que injetou caixa na empresa e ajudou a reduzir sua alavancagem.

Com o objetivo de melhorar o retorno sobre os ativos a companhia fez uma aliança estratégica (joint venture) com a austríaca Lenzing, que é a maior produtora de celulose solúvel do mundo. A aliança culminou na criação de uma nova empresa, chamada LD Celulose, onde a Duratex detém 49% da operação, valor que foi definido pela incorporação de áreas não operacionais que detinha em Minas Gerais.

O projeto envolve a construção de uma fábrica de celulose solúvel com capacidade de produção de 500 mil toneladas, no qual em plena capacidade, a operação estima gerar em torno US\$ 1 bilhão de dólar por ano de EBITDA e com garantia de compra da produção total pela Lenzing. Recentemente a *joint venture* concluiu a captação de US\$ 1,15 bilhão com prazo médio de 10 anos, junto às instituições BID Invest, IFC e Finnvera, com fluxo de amortização conforme gráfico abaixo apresentado pela companhia.



## Atribuição de Performance





## Finacap FIM

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em julho/2020 de 2,48% contra 0,19% do CDI, representando um prêmio de 1.278,25% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 4,27% contra 4,21% do CDI e, desde o início, os resultados são 72,83% para o fundo e o CDI 58,68% (124,12% do CDI em desempenho comparativo)

As contribuições no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (0,09%), Pós Fixado Crédito Privado (0,37%), IPCA Soberano (1,07%), IPCA Crédito Privado (0,20%), Ações (0,91%) e Pré Fixado (0,03%).

Nossa exposição em títulos de dívida privada apresentou uma contribuição positiva de 0,58% para o resultado do fundo. Esta contribuição representa 23% do retorno total do fundo no mês. A exposição total nesta estratégia é de 33,1% do patrimônio líquido do fundo.

O mês de julho foi marcado pela manutenção da recuperação das taxas de retornos dos títulos de crédito privado – pós fixados e pré fixados + inflação. Com exceção de apenas um 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 levemente superior aos dos pós fixados.

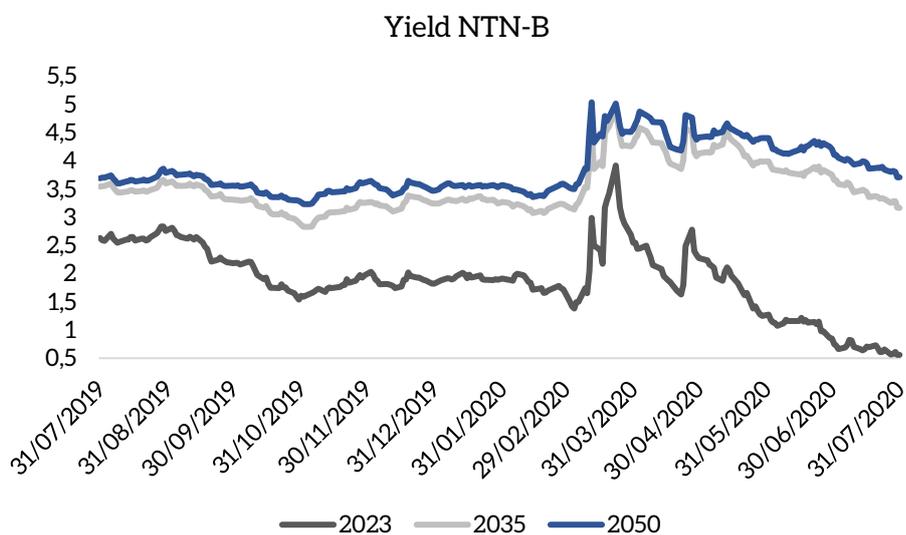
A exposição em renda variável representou a maior contribuição para o desempenho do fundo no mês. Estes ativos respondem

---

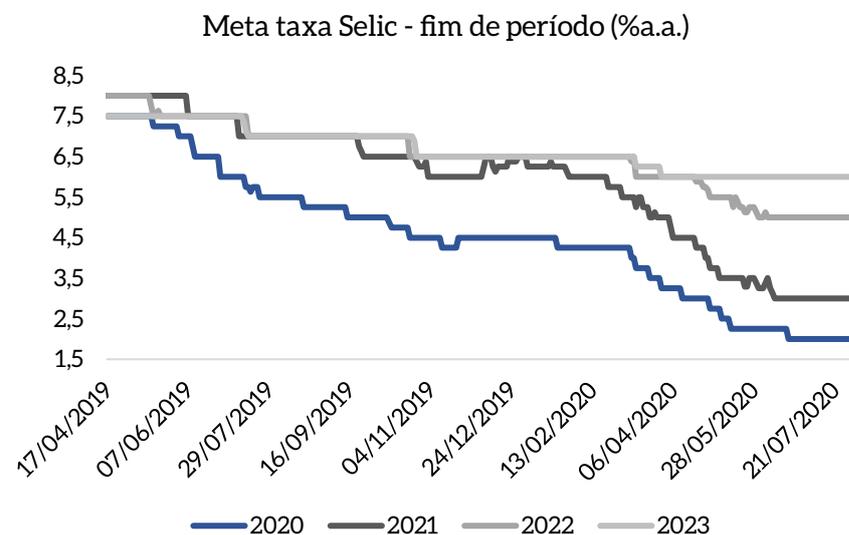
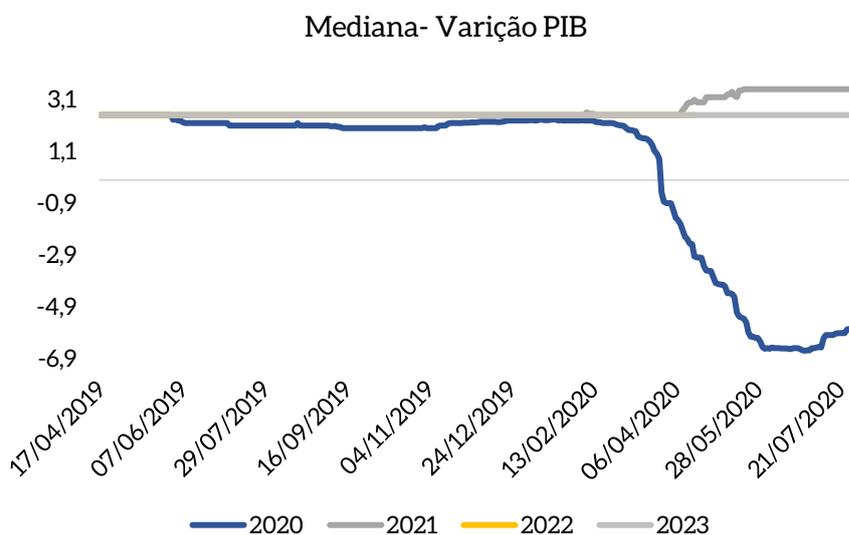
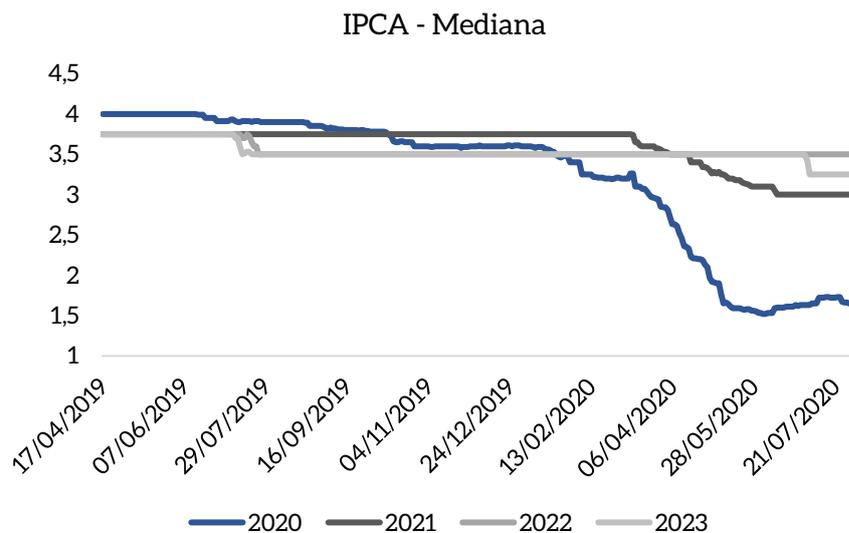
por 10,3% do patrimônio do fundo. Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos que observem nossa carta referente a estratégia de ações acima, onde condensamos os principais pontos referentes ao desempenho da estratégia desta classe de ativo para o resultado do fundo.

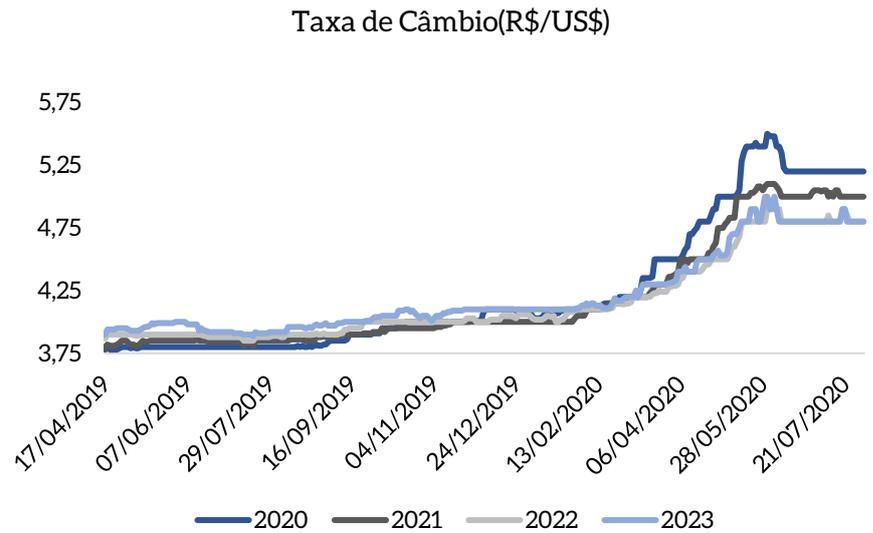
Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram valorização para os papéis com vencimento em 2023, 2045 e 2050. Os títulos com vencimento mais longo (2045/2050) entregaram resultado significativamente mais positivo, representando uma contribuição importante para o desempenho do fundo no mês

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.

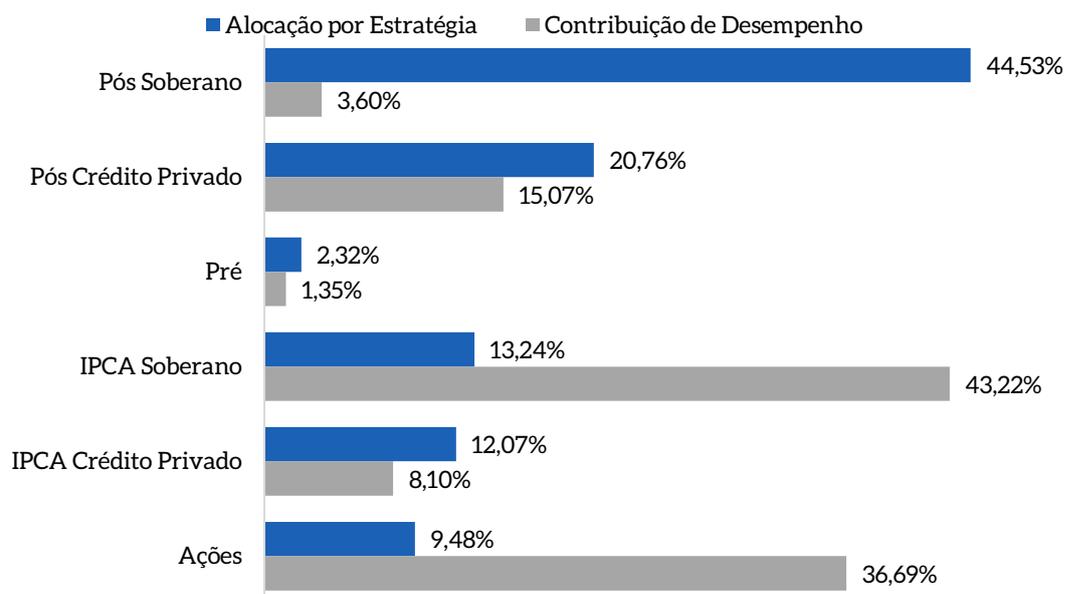


Por fim, dispomos abaixo as principais métricas divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil.





### Atribuição de Performance



70

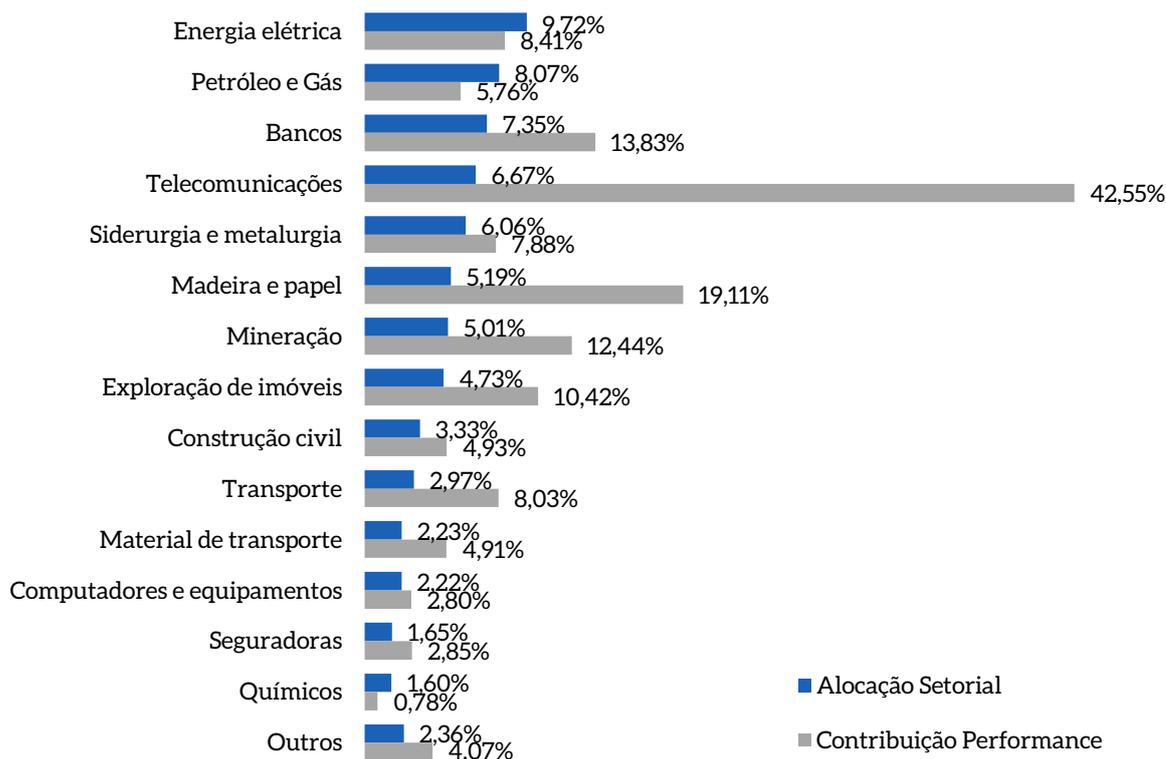
## Finacap Icatu 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de 5,08% em julho/2020 contra 0,19% 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 69,13% em ações e 30,87% 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	9,2%	-6,2%	14,0%	887,4%
Ibovespa	8,3%	-11,0%	1,1%	385,5%
Finacap FIM				
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início
Fundo	2,5%	0,1%	4,3%	72,8%
CDI	0,2%	2,0%	4,2%	58,7%
Finacap Icatu 70				
Rentabilidade	Mês	2020	6 Meses	Desde o início
Fundo	5,1%	-0,5%	0,9%	8,1%
CDI	0,2%	2,0%	1,6%	3,5%

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\$ 92.968.373; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 57.908.383; Finacap Icatu 70 - R\$ 10.404.900. 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: 30/07/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.