

Relatório de Estratégia

Junho de 2021

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

FINA-CAP
INVESTIMENTOS

Impactos da proposta de reforma tributária

O fato mais importante neste mês de junho foi a proposta da reforma tributária enviada pelo Governo ao Congresso. Nesta carta, vamos apresentar alguns pontos que consideramos de maior potencial de impacto para os nossos investidores – tanto em termos das estruturas de alocação, bem como em relação à estratégia de renda variável.

Em relação ao impacto sobre nossa estratégia para renda variável, destacamos os seguintes pontos: (i) taxaço de dividendos à alíquota de 20% para IRPF; (ii) extinção dos juros sob capital próprio; (iii) redução da alíquota do IRPJ em 2,5 pontos percentuais no 1º ano, com outro corte de 2,5 pontos percentuais no 2º ano.

A reação de vários agentes do mercado foi negativa, pois, efetivamente, a proposta implica um forte aumento de carga tributária para veículos de investimentos intermediários como *holdings* e fundos de investimento. Mesmo considerando que haverá crédito tributário para o imposto recolhido na fonte pelos pagadores de dividendos, dificilmente haverá compensação imediata, pois estas estruturas são desenhadas para reinvestir capital.

Neste ponto, foi muito bom receber notícias de que esta tributação de dividendos para pessoa jurídica deverá ser revista pelo Congresso. O grande mérito da proposta do Governo, de transferir tributação sobre o lucro da pessoa jurídica para o dividendo recebido pela pessoa física, é justamente o de incentivar o reinvestimento do valor criado pela empresa na sua própria atividade fim. Entretanto, ao taxar veículos como *holdings* e fundos de investimento, que muitas vezes tem função de processamento e alocação do capital, a reforma vai contra este

espírito de favorecer a atividade empresarial, representando apenas uma forma de antecipação de imposto sobre renda ainda não disponibilizada para pessoa física.

É muito difícil inferir o impacto desta proposta sobre o valor das empresas. Consideramos grandes as chances de ser irrelevante. Se por um lado o fluxo de caixa para o acionista é reduzido pela taxa adicional dos dividendos, é esperado também que a taxa de crescimento dos lucros aumente na medida que essa tributação incentive maior reinvestimento. Neste aspecto, é importante lembrar que o reinvestimento pode ser feito, inclusive, na aquisição de ações da empresa no mercado. Dependendo do valor pago, esta aquisição também implica em crescimento no lucro por ação (já que teremos menos ações para mesmo volume financeiro de lucro).

A proposta apresentada pelo investidor Luiz Barsi, em matéria do jornal Valor Econômico, de tributar o ganho realizado pelos fundos de ações na venda dos ativos da carteira, semelhante ao que se observa nos EUA, por exemplo, poderia ser uma forma de chegar em um meio termo, diminuindo a pressão sobre arrecadação de imposto exclusivamente sobre os dividendos. Como ressalta Barsi, essa seria uma forma de desestimular operações meramente especulativas cujo objetivo econômico é apenas extrair receita do fluxo financeiro gerado pelos agentes econômicos que necessitam comercializar ativos financeiros. Infelizmente, nossa percepção é de que mesmo nesses mercados que tributam o ganho realizado, o *turnover* é cada vez maior, com utilização crescente de algoritmos e negociação de alta frequência (*High Frequency Trading*).

Por outro lado, esta ideia seria muito interessante, especialmente para o caso dos fundos de investimento fechados e para empresas *off-shore* que são um dos principais alvos da proposta da reforma de IR. Atualmente isentas de tributação, os cotistas destas pessoas jurídicas

apenas são tributados no momento do resgate/amortização deste patrimônio. Tributar o ganho não realizado nestes ativos reforça a percepção de que a Receita Federal procura antecipar tributos sobre ganhos que ainda são incertos. Mudando o foco para a tributação do ganho realizado, certamente tornaria a proposta de Paulo Guedes mais palatável para estes investidores.

Sobre os ativos de renda fixa, a proposta da reforma tributária veio na linha de uniformizar as alíquotas de IR. Os ativos de renda fixa, atualmente, respeitam a tabela regressiva – que é caracterizada pela redução da alíquota do imposto à medida que o tempo de aplicação decorre, partindo de 22,5% e chegando a mínima de 15% após 720 dias. No projeto, o objetivo do governo é atribuir alíquota única de 15% independente do horizonte de investimento – similar ao que temos nos ativos de renda variável e fundos de ações. Qualquer ação que vise retirar complexidade do sistema de tributação é certamente bem-vinda. Para atingir o objetivo de privilegiar o investimento de longo prazo, a ideia de tributar apenas o ganho realizado é muito mais eficaz que o sistema atual de tributação regressiva.

Outro ponto que foi objeto de grande indignação foi a proposta de tributação da renda distribuída pelos FIIs. Tal mercado existe no Brasil desde a década de 90, com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário - SFI, que procurou substituir o vigente Sistema Financeiro de Habitação - SFH. Um dos principais diagnósticos da época era de que o financiamento da construção civil por meio da Caderneta de Poupança era incompatível com o perfil de fluxo de caixa de longo prazo dos financiamentos imobiliários. Assim, foram regulamentados os regimes de securitização com a criação dos CRI e LCI, e de mutualização com os FIIs, que apresentam mecanismos de remuneração e liquidez mais adequados às linhas de financiamento, que tem prazo amortização de até 30 anos. Devido as altas taxas de juros dos anos 90 e 2000, e a

dificuldade natural de assimilação de novas regras como da alienação fiduciária pelo judiciário, apenas a partir de 2016 este veículo começou a apresentar as características de volume e liquidez imaginadas na sua concepção.

A ideia dos FIIs não foi inventada por nós. Desde a década de 60 os americanos já utilizavam os *Real Estate Investment Trust – REIT* cujo modelo copiamos quase que integralmente. É preciso lembrar que tanto lá como aqui, a isenção de imposto de renda foi concedida com várias condicionantes como a pulverização da propriedade, distribuição total da renda e restrição para investimentos apenas em ativos imobiliários. Normalmente apenas a renda distribuída é isenta, o ganho de capital na venda do ativo é tributado (no Brasil à alíquota de 20%).

Na proposta atual, tanto o ganho de capital como a renda distribuída dos FIIs serão tributados à alíquota de 15%. Entendemos que incluir tal tributação, à medida que se mantém a isenção dos títulos de renda fixa LCI e CRI, parece não fazer tanto sentido. Como relatamos acima, os instrumentos previstos pelo SFI apenas agora estão se consolidando como mecanismos de financiamento do setor imobiliário. Nos parece precipitado alterar o mecanismo de tributação deste veículo que tem se mostrado eficiente meio de alocação de recursos neste segmento produtivo.

Por fim, nossa percepção é de que a proposta de reforma tributária reforça a importância dos planos de previdência privada como mecanismo de acumulação de poupança de longo prazo. Até aqui, a reforma preserva as características de diferimento fiscal e as regras de tributação regressiva do VGBL e PGDL.

Entendemos que o produto de previdência toma ainda mais força entre estruturas que devem ser consideradas nos planos de alocação para

investidores e famílias, não somente pelos benefícios elencados, mas também pela vasta gama de produtos de gestores especializados que passaram a estar à disposição pelas seguradoras. Reforça também a assimilação da previdência na estratégia de investimento consolidada pelos indivíduos, e não apenas como uma alocação apartada do patrimônio total.

2

Cenário Econômico

A primeira metade de 2021 foi marcado pelo resultado positivo dos ativos de risco e pela alta generalizadas das commodities. O ano iniciou com alta expectativa de crescimento global, especialmente pelo início das campanhas de vacinação e dos massivos estímulos monetários e fiscais. No entanto, o primeiro trimestre foi desafiador pela elevação das taxas de juros negociadas nos EUA – que levaram a um movimento de “*flight do quality*” penalizando, inclusive, os mercados emergentes. No segundo trimestre, observamos a queda das taxas de juros americanas, o que aumentou o apetite por risco dos investidores mundo a fora.

O Federal Reserve foi provocado pelo aumento inflacionário na economia americana, mas manteve sua política estimulativa tanto pelo programa de compra de ativos, quanto pela manutenção das taxas de juros entre 0,0% e 0,25%. O comunicado dos membros mostra que o foco da meta de inflação se mantém na média de longo prazo. Por outro lado, nos últimos comunicados, o colegiado indicou que deverá retomar o aumento de juros nos próximos anos e que, mesmo com a manutenção da política estimulativa, a redução dos estímulos

(conhecido como *tapering*) deverá se iniciar mais cedo do que o previsto.

Principal ponto de interrogação no cenário global é qual será o impacto sobre investimentos e inflação decorrentes dos programas sociais propostos pelo governo Biden. Além disso, o *tapering* – que deverá ter início em 2022 – deve impactar os mercados em termos globais. No mais, os impactos de crescimento econômico ainda devem ser beneficiados com a reabertura das economias, as campanhas de vacinação e a propagação dos estímulos.

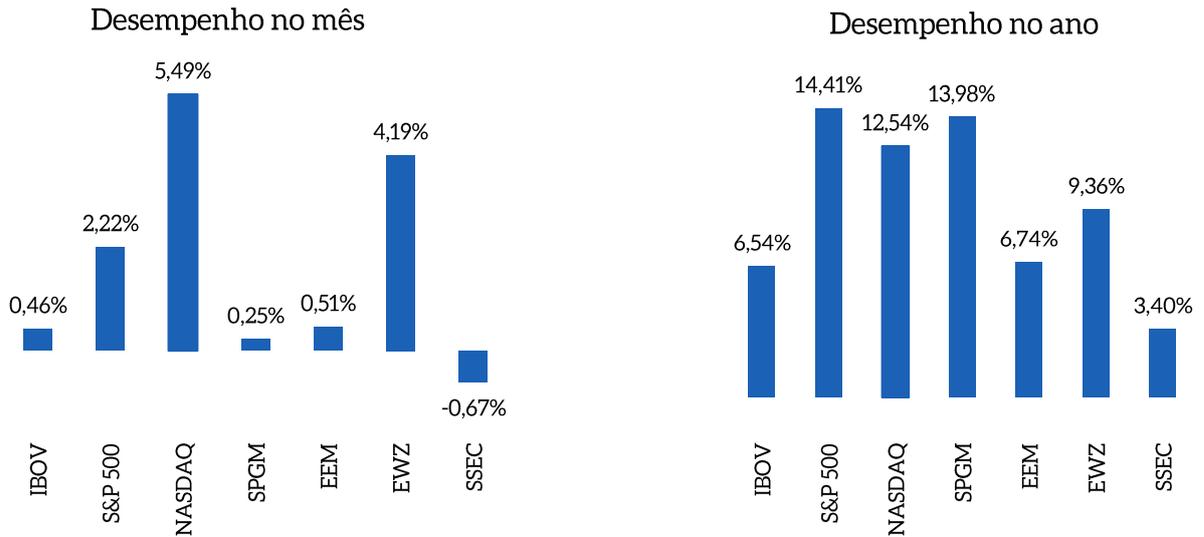
No Brasil, as surpresas econômicas vieram mais para o lado positivo. O reaquecimento econômico e os dados de endividamento público vieram melhores do que as estimativas. O ciclo das commodities foi bastante importante para o desempenho econômico e na bolsa brasileira neste período – o qual deve se manter no horizonte a frente, especialmente pela baixa formação de estoque dos materiais básicos nos principais consumidores.

Observamos uma injeção representativa de capital estrangeiro na bolsa brasileira nos meses de maio e junho, que levou a bolsa a atingir máxima histórica. A retomada de alta da Selic e maior equilíbrio fiscal levaram o real a ter apreciação importante frente ao dólar. A inflação vem apresentando patamares acima do teto da meta e que deve passar por pressões pela alta nos preços de energia e aumento nas cotações do petróleo, especialistas entendem que é possível mantermos a pressão inflacionária também por conta da reabertura econômica. Por outro lado, observamos o Banco Central atento ao balanço de risco inflacionário e sua atuação através da taxa Selic, deve continuar nos meses à frente.

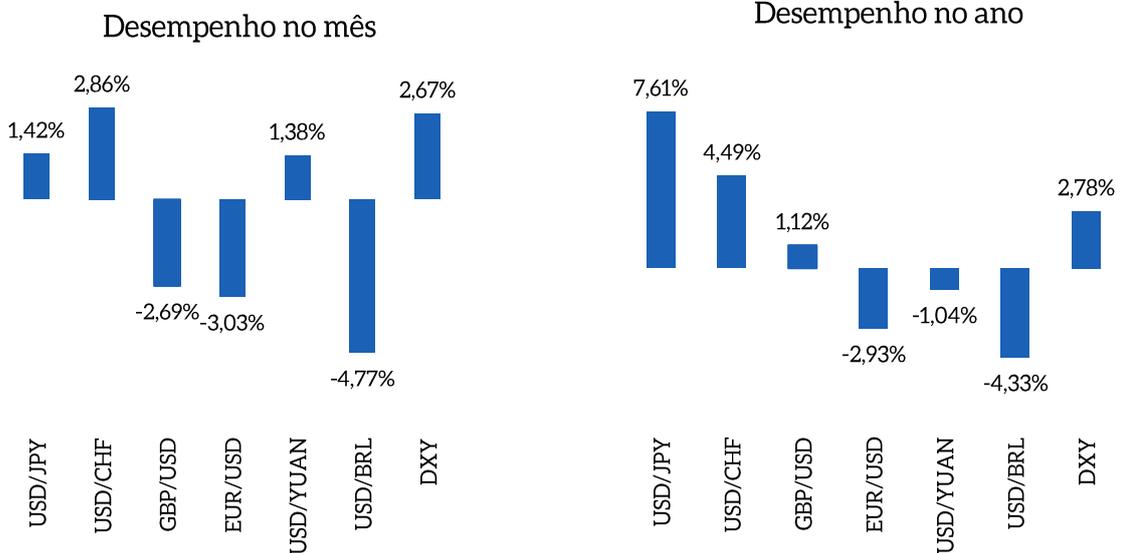
No geral, mantemos a visão positiva a respeito do cenário dos mercados emergentes e do ciclo de commodities, especialmente para o Brasil em

ativos de renda variável. Devemos observar o cenário doméstico similar ao que pudemos avaliar nos cenários internacionais com a reabertura econômica e avanço na campanha de vacinação: procura por ativos de risco e retomada dos setores mais atingidos.

BOLSA DE VALORES



CÂMBIO



- SPGM: SPDR Portfolio MSCI Global Stock Market

- EEM: iShares MSCI Emerging Markets ETF

- EWZ: iShares MSCI Brazil ETF

- SSEC: Shanghai Composite

- USD/JPY: Dólar/Iene

- USD/CHF: Dólar/Franco Suíço

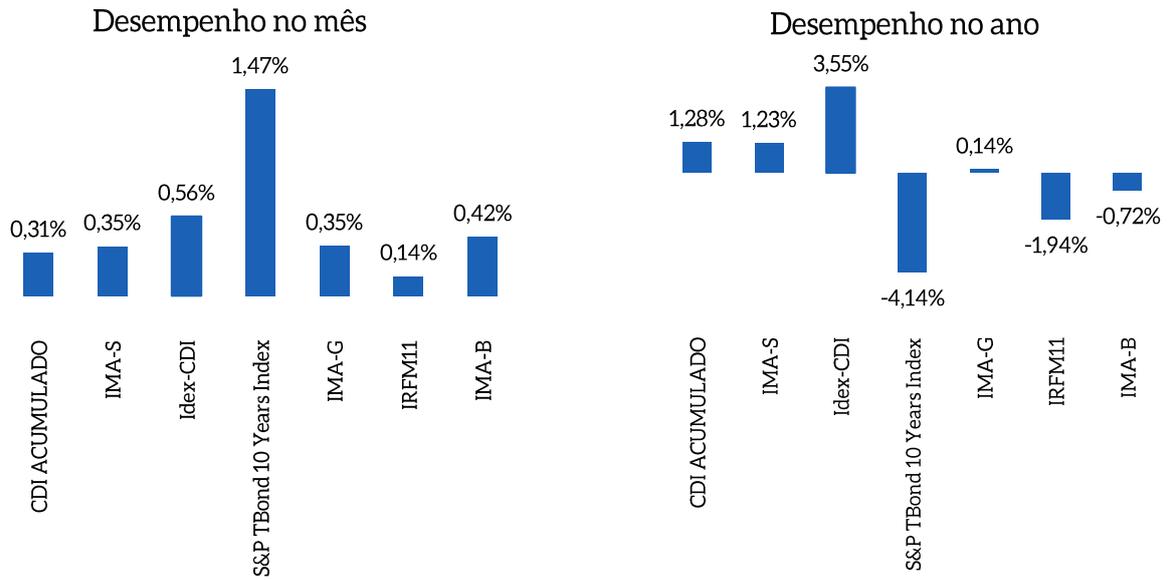
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

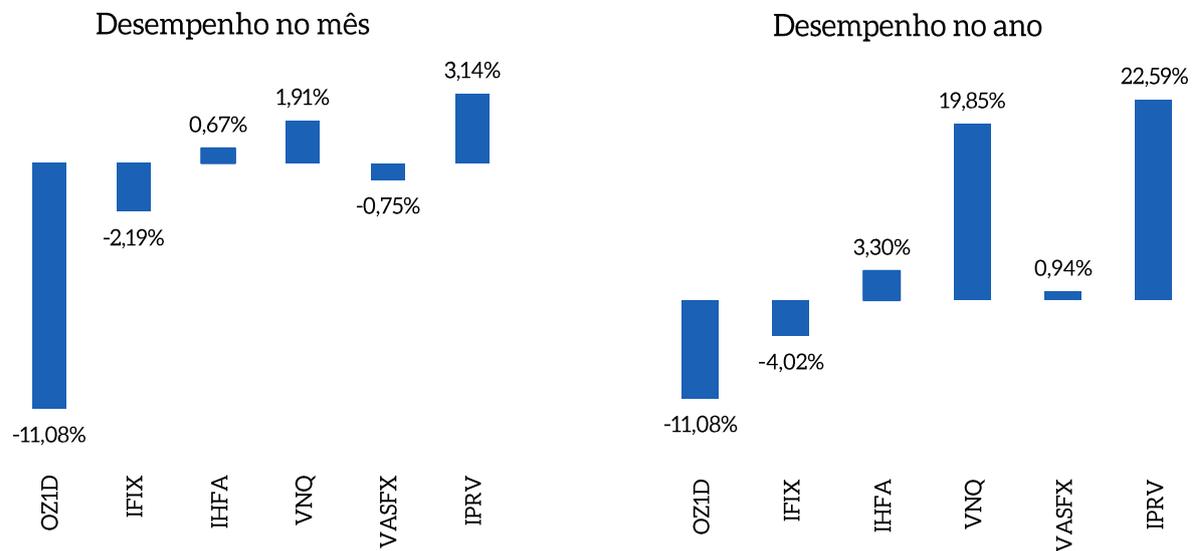
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



ALTERNATIVO



- IMA-S: Índice composto por LFTs

- IMA-G: Índice composto por títulos públicos, excluindo indexados ao IGP-M

- IRFM11: Índice de uma carteira com títulos préfixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- OZ1D: Ouro, 250g

- IFIX: índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

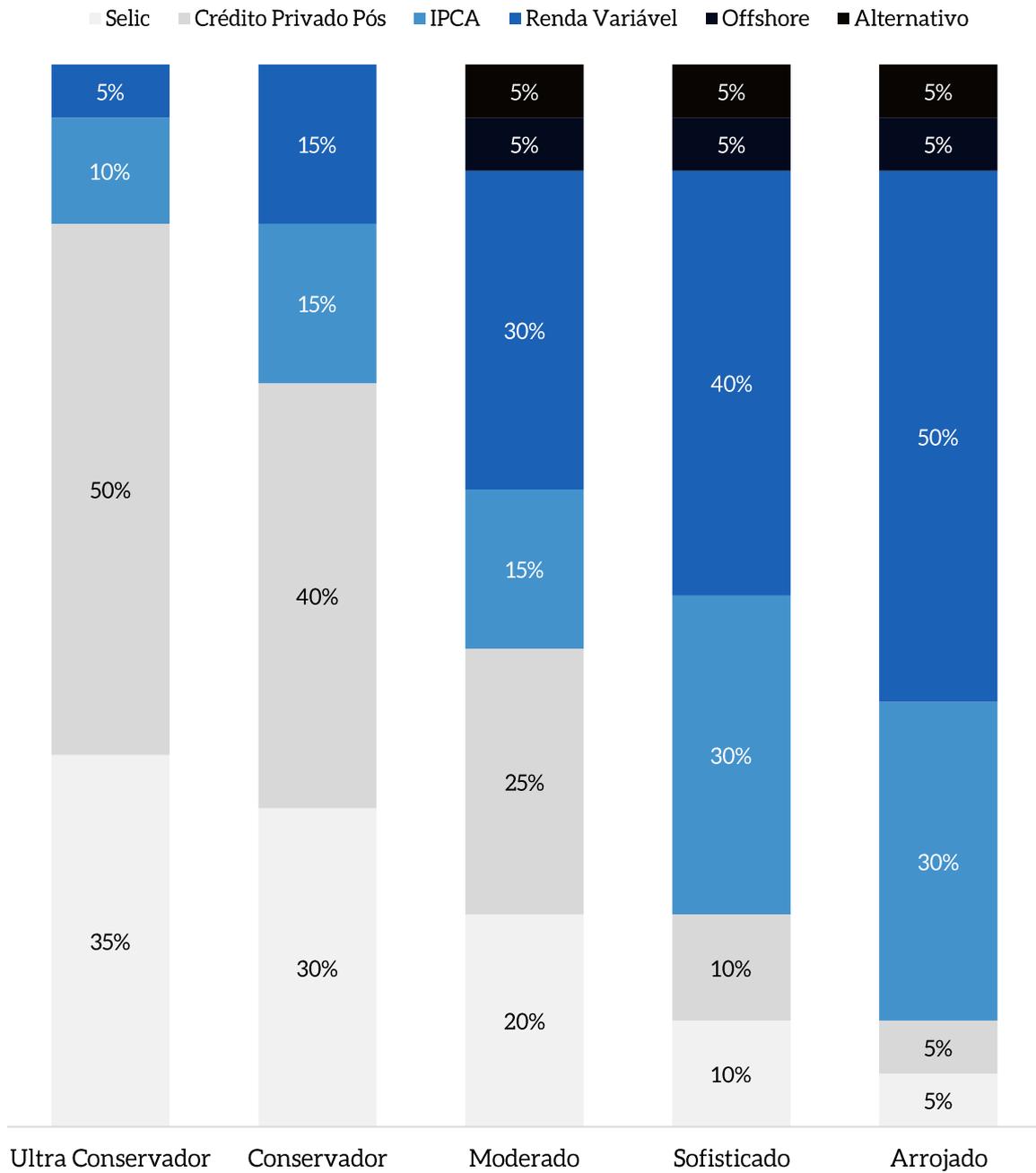
- VASFX: Vanguard Alternative Strategies Fund Investor Shares

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

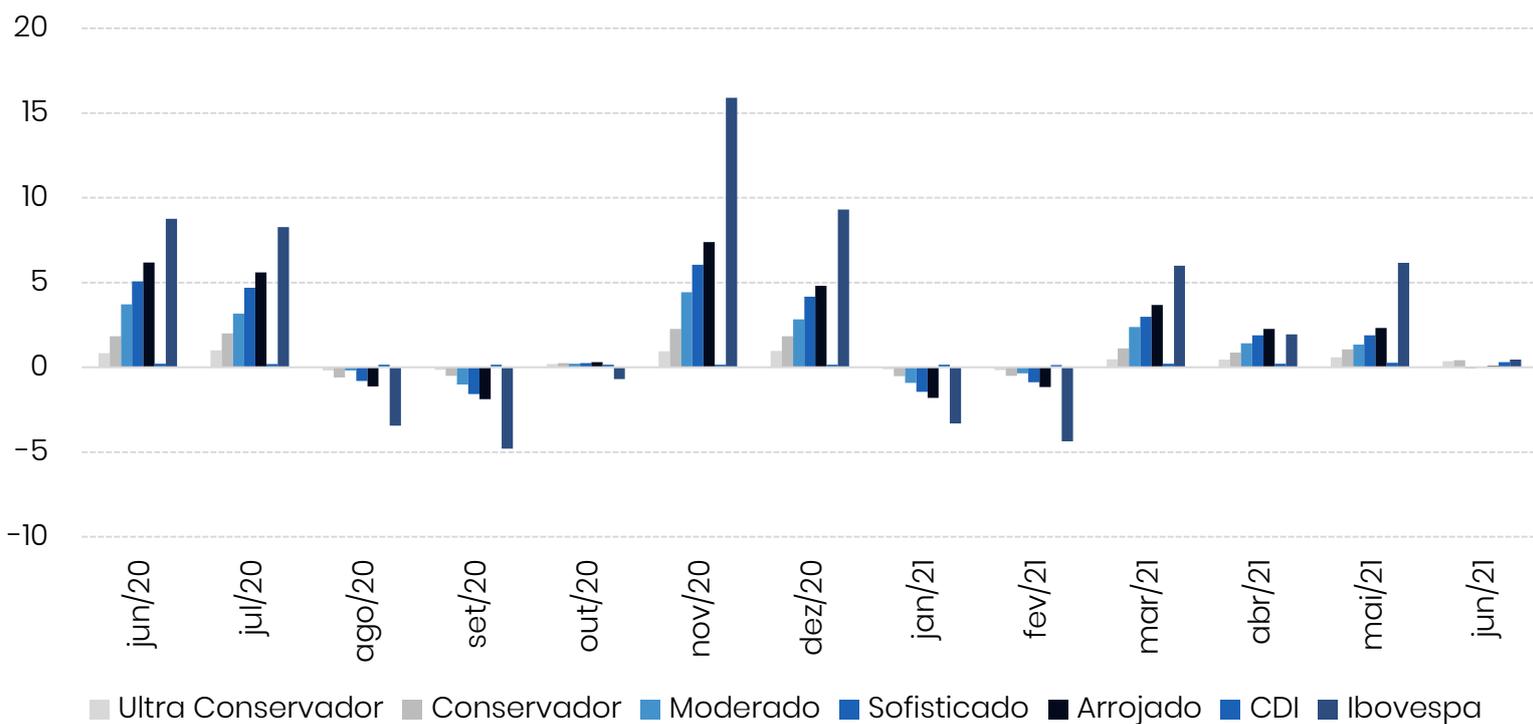


ESTATÍSTICA

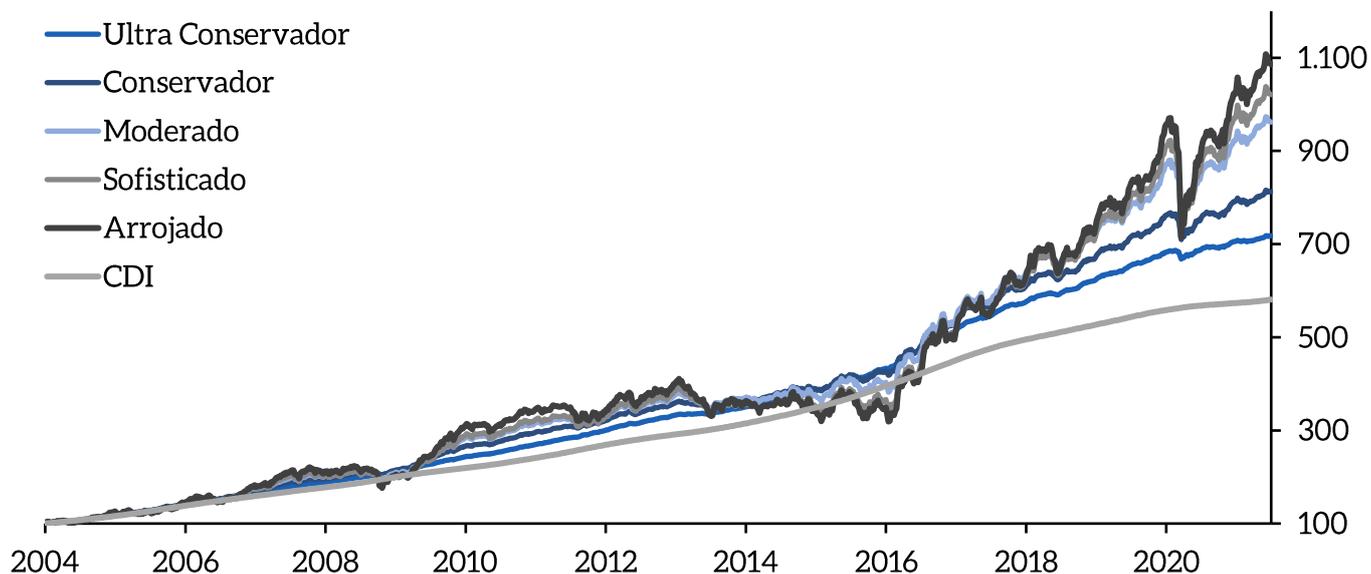
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	9,68%	0,36%	1,61%	4,44%	9,85%	20,92%	51,60%
Conservador	12,50%	0,42%	2,43%	7,86%	13,88%	29,49%	69,56%
Moderado	17,24%	-0,05%	3,80%	13,83%	23,32%	46,12%	106,94%
Sofisticado	20,65%	0,02%	4,42%	18,17%	27,90%	59,27%	134,23%
Arrojado	23,10%	0,07%	5,34%	21,82%	31,79%	67,72%	155,99%
CDI	7,31%	0,31%	1,28%	2,28%	6,98%	13,74%	37,80%
IBOVESPA	22,02%	0,46%	6,54%	33,40%	25,59%	74,27%	146,09%

	Qtd Retornos >0 (anual)	Qtd Retornos <0 (anual)	Maior Retorno Anual	Menor Retorno Anual	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade 12 meses
Ultra Conservador	17	0	19,32%	1,61%	2,83%	-1,62%	1,24%
Conservador	17	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,12%
Moderado	16	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,95%
Sofisticado	14	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	8,16%
Arrojado	13	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	9,94%

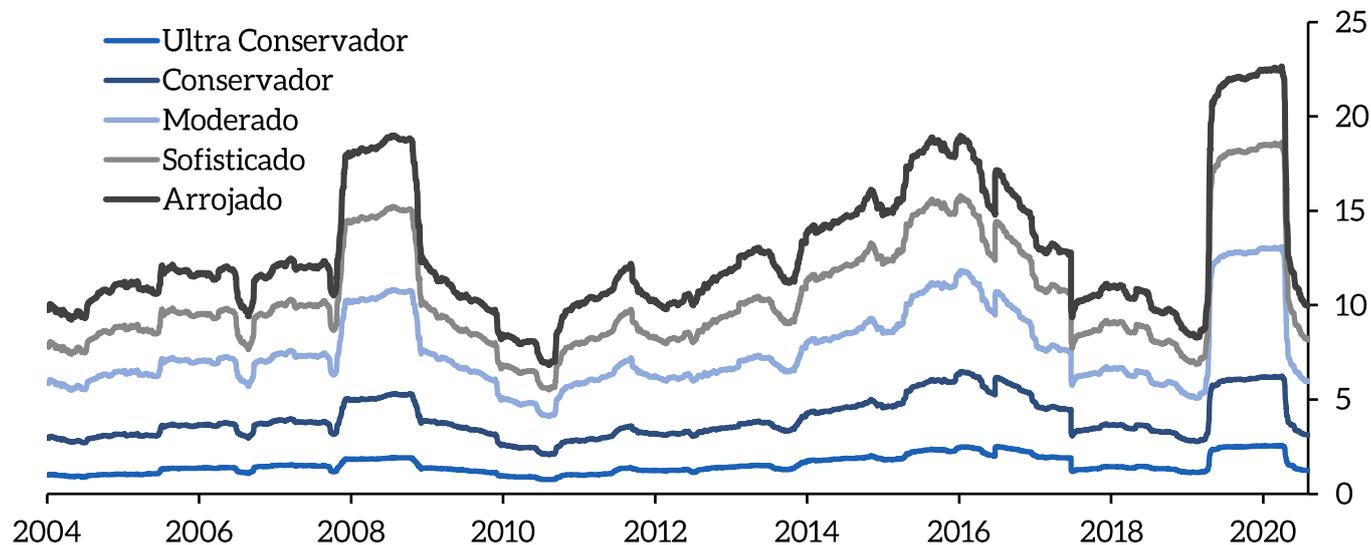
RETORNO MENSAL



DESEMPENHO ACUMULADO



VOLATILIDADE ANUAL



Disclaimer: As informações acima se referem a uma SIMULAÇÃO DE CARTEIRA DE INVESTIMENTOS e não traduzem ou refletem a posição do investidor com a Finacap Investimentos LTDA. (CNPJ 01.294.929/0001-33). Este relatório tem propósito informativo, o material não deve ser entendido como análise, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Este material não deve ser considerado uma oferta para compra de cotas dos fundos. As informações referem-se às datas mencionadas. Os investidores devem buscar aconselhamento profissional com relação aos aspectos tributários, regulatório se outros que sejam relevantes à sua condição específica, sendo que o presente material não foi elaborado com esta finalidade. A Finacap Investimentos LTDA. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento, renda variável e alguns produtos de renda fixa não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos (se aplicável) e taxa de saída (se aplicável). Muito importante a adequada compreensão da natureza, forma de rentabilidade e riscos dos produtos antes da sua aquisição. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. A Finacap Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização das informações veiculadas ou de seu conteúdo. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações aqui veiculadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. *Retorno médio anual considera data de início como 01/01/2016.

