

Relatório de Estratégia

Outubro de 2023

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

FINA-CAP
INVESTIMENTOS

1

O Valor Da "Boutique"

Um tema que nos interessa bastante e que, recorrentemente, trazemos para discussão neste espaço, trata dos conflitos de interesse inerentes à indústria de investimentos. Dada as características do nosso sistema financeiro, com alta concentração nos conglomerados financeiros, e a nossa experiência como parte integrante deste sistema ao longo dos anos, procuramos, sempre que possível, apresentar para nossos investidores, modelos de negócio que prevalecem em mercados mais maduros, e os fatores que determinam a escolha dos diferentes modelos de intermediação financeira.

Na carta de outubro de 2022, escrevemos sobre a trajetória de John Bogle, fundador da Vanguard e pioneiro da indústria de ETF, hoje principal veículo de alocação de recursos nos EUA em termos de volume. Seu depoimento a respeito dos problemas estruturais que levaram a grande crise financeira de 2008 é bastante didático e de extrema importância para os participantes dos mercados compreenderem os fatores que influenciam os modelos de negócio adotados pelos participantes do mercado.

O fenômeno da concentração bancária, que tem como marco inicial a revogação da lei Glass Steagall no final dos anos 90, provocou mudanças estruturais profundas no sistema financeiro internacional que, apesar de darem sinais de obsolescência tecnológica e institucional, prevalecem até hoje.

Como sobreviventes da época do pregão viva-voz, temos a perspectiva de um participante que operou naquele contexto de segregação das atividades financeiras, regionalização geográfica e preponderância do profissional de investimento independente na relação com o

investidor. Reconhecemos e incorporamos muitas capacidades criadas pelas instituições financeiras de grande porte, mas temos segurança de que o modelo atingiu seu pico e está sendo gradualmente ajustado para um padrão mais parecido com o ciclo anterior.

Frequentemente somos questionados, em efeitos comparativos, a respeito da nossa cultura e modelo de negócio voltado para uma arquitetura independente e relativamente pequena, em contraposição às gigantescas estruturas, repletas de departamentos, analistas e C-levels. Tanto nosso time, quanto distribuidores parceiros, já ouviram inúmeras vezes que alguns investidores prezam por estruturas maiores, na expectativa de que esta aparente robustez operacional, oferece maior segurança e melhor rentabilidade.

Após 2008, o problema de agência dos grandes conglomerados financeiros nos EUA ficou bastante exposto e, apesar de não termos visto uma iniciativa regulatória como a Glass Steagall em 1932, é perceptível a mudança estrutural que vem remodelando o sistema financeiro americano. O crescimento da Vanguard e da indústria de ETF, representa um bom exemplo desta nova configuração.

Outro caso que identificamos recentemente, da AMG Group, é um excelente exemplo de como novas formas de organização estão surgindo para mitigar os problemas de agência dos grandes conglomerados.

A AMG é uma empresa fundada em dezembro/1993 em Massachusetts, nos Estados Unidos. Desde 1997, a empresa tem ações negociadas na bolsa de Nova Iorque e, além dos 3 escritórios que conta nos EUA, ainda possui bases em Londres, Dubai, Tokyo e Sydney.

Fundamentalmente, a companhia atua como investidor estratégico de longo prazo em gestoras independentes de investimento espalhadas ao

redor do mundo – munindo-as com apoio financeiro e operacional. Um princípio básico de sua atuação é manter a independência das gestoras investidas, que como veremos a seguir é o grande diferencial desta tese de investimento.

Na carta de setembro de 2022, falamos sobre a mortalidade de fundos no Brasil e como este problema se relaciona com o sistema de distribuição vigente. Nossa percepção é de que os incentivos econômicos das instituições financeiras (que controlam grande parte do sistema distribuição) dificultam a capitalização adequada das gestoras independentes, levando-as a operar muito abaixo ou muito acima de seu *capacity* ótimo.

O modelo AMG parece ser uma solução muito interessante para o problema de capitalização das gestoras independentes ou boutiques. Sendo listada em bolsa, a AMG dispõe de capital permanente para investir em participação societária nas boutiques, assim como nos veículos de alocação das casas, proporcionando a estabilidade no passivo, fundamental para a execução das estratégias de investimento mais bem sucedidas.

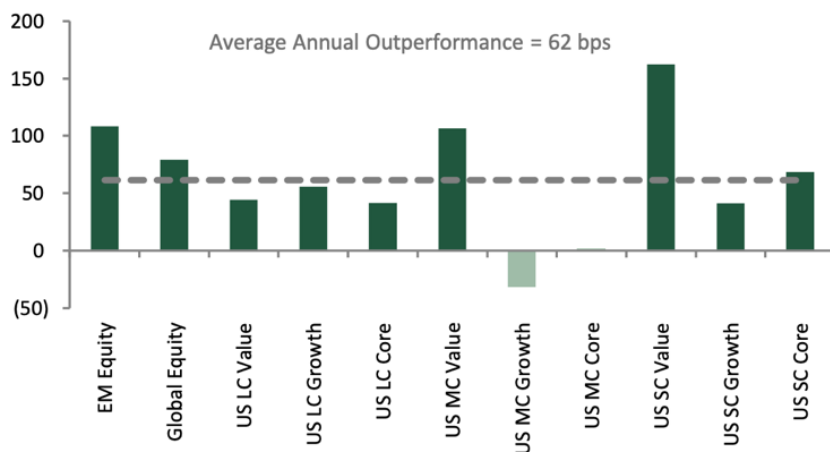
A premissa básica deste modelo de negócio é de que a independência de atuação explica a capacidade destas boutiques em entregar desempenho superior ao longo do tempo. Em dois artigos^(*) publicados no seu site, a AMG compara o resultado das gestoras boutiques e das não-boutiques em relação a risco e retorno desses modelos de gestão. Os resultados apresentados nos artigos são surpreendentes.

Segundo a pesquisa desenvolvida pela AMG, no universo global de 1.300 gestores de ações (*equities*), no período de março/1998 até março/2018, as gestoras boutiques performaram significativamente superior aos gestores-não boutiques – com um desempenho superior anual, na média, de 0,62%, conforme podemos identificar no gráfico

(*) [https://media.amgfunds.com/assets/The Boutique Premium.pdf](https://media.amgfunds.com/assets/The_Boutique_Premium.pdf) e [https://media.amgfunds.com/assets/Independent Boutique Advantage in Volatile Environments.pdf](https://media.amgfunds.com/assets/Independent_Boutique_Advantage_in_Volatile_Environments.pdf)

abaixo. Além disso, destacamos que entre as estratégias de valor (*value*) em *small e mid-caps* e em mercados emergentes, este prêmio de retorno supera o patamar de 100 *basis-points* (1 ponto percentual).

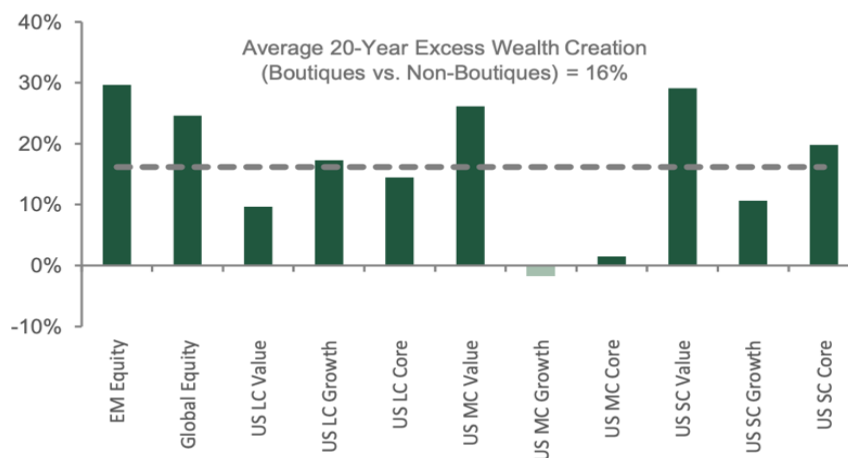
Figure 1: Boutique Outperformance vs. Non-Boutiques:
Boutiques Outperformed by an Average Annual 62 bps



Source: MercerInsight* database utilized for return data.

Em termos de desempenho acumulado, a criação de patrimônio teria sido de 16% superior, nos últimos 20 anos, para os gestores boutiques. Novamente, para as estratégias de valor *small e mid-caps* e mercados emergentes, o resultado é ainda superior ao da média histórica, chegando a patamares de 30%.

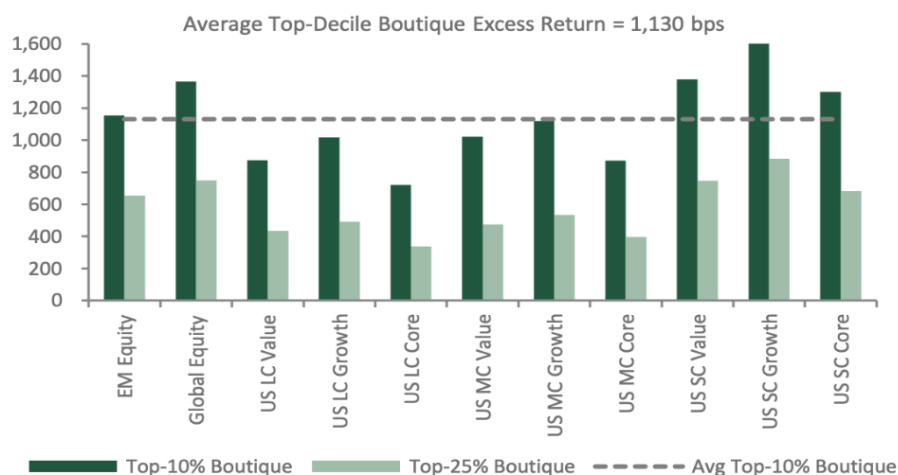
Figure 2: Boutique Wealth Creation: Investing Exclusively With Boutiques Would Have Created 16% Greater Wealth



Source: MercerInsight* database utilized for return data.

Especialmente em relação aos seus índices de referência (*benchmarks*) o desempenho superior é bastante relevante. Quando observamos os melhores 10% dos gestores butiques, na média, superaram seus respectivos *benchmarks* na ordem de 11,3% (1.130 *bps*) ao ano. De semelhante modo, o primeiro quartil (os melhores 25% da amostra) superaram os índices de referência em 5,81% (581 *bps*).

Figure 10: Top-Performing Boutiques vs. Indices: Top-Decile Boutiques Beat Indices by an Average Annual 1,130 bps



Source: AMG proprietary analysis and classification of firms and strategies. Firms represented include AMG Affiliates. MercerInsight® database utilized for return data. Net returns estimated by taking one-year rolling gross returns for institutional strategies during trailing 20-year period ending 3/31/18 less estimated average boutique fee rates based on available data for each product category; top performers include boutique strategies in the top 10% and top 25%. Primary indices include MSCI EM, MSCI World, Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, S&P 500, Russell Midcap Value, Russell Midcap Growth, Russell Midcap, Russell 2000 Value, Russell 2000 Growth, Russell 2000.

Alguns pontos que a AMG destaca como características que, possivelmente, entregam este resultado superior aos gestores de butiques independentes, são os seguintes:

- Os gestores detêm participação relevante no negócio, garantindo alinhamento de interesses com os clientes (na pesquisa, definiram o mínimo de 10% de participação);
- A presença de um time de gestão de gerações distintas, altamente engajado e comprometido com a perenidade do negócio;

- Cultura empreendedora com orientação de partnership (em que os gestores são sócios do negócio), o qual é uma das principais ferramentas de atração e retenção de talentos;
- A empresa tem um negócio focado na atividade de gestão de investimento e, geralmente, é especialista em uma filosofia de investimento específica. Além disso, há uma gestão cautelosa do capacity da operação. Ou seja, face a filosofia e estratégia sob gestão, qual o volume máximo de recursos sob gestão para que a companhia não perca sua característica inerente de boutique e que tal crescimento de recursos não penalize o resultado aos investidores;
- Os gestores estão comprometidos com a construção do negócio com visão de longo prazo, em detrimento aos resultados curto-prazistas.

Consideramos a atividade de gestão de recursos como, essencialmente, um serviço especializado, executado por profissionais qualificados e baseado no modelo fiduciário, em que o interesse do investidor está em primeiro lugar. No Brasil, esta alternativa de alocação tem ainda pouca representatividade, provavelmente devido à instabilidade econômica e política que leva os investidores a buscar a proteção percebida pela concentração dos recursos nos grandes conglomerados financeiros.

Neste sentido, entendemos a visão de investidores de buscar robustez nas empresas de investimento, mas costumamos fazer o paralelo com os serviços prestados por um médico-cirurgião e um hospital – o sucesso da cirurgia do paciente, está nas mãos do cirurgião, que exerce sua atividade profissional com independência, no entanto, também é fundamental uma boa estrutura hospitalar para garantir as necessidades operacionais do procedimento.

De semelhante modo, nossa atividade como gestores independentes boutique é voltada aos resultados financeiros dos investidores, mas contratamos os serviços das grandes instituições financeiras para atender as necessidades dos clientes em termos de administração fiduciária e custódia dos recursos sob nossa gestão.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o principal evento do mês foi a deflagração do conflito entre Israel e Hamas, que trouxe impacto direto às cotações do petróleo e, conseqüentemente, impactos às expectativas de pressão inflacionária. Neste conjunto, observamos um movimento de abertura da curva de juros e impactos aos principais ativos de risco globalmente. Precisamos salientar que os efeitos econômicos e financeiros deste conflito ainda são muito incertos, ao passo que não há precisão sobre a duração do conflito, de sua intensidade e se alastrará a outras partes da região.

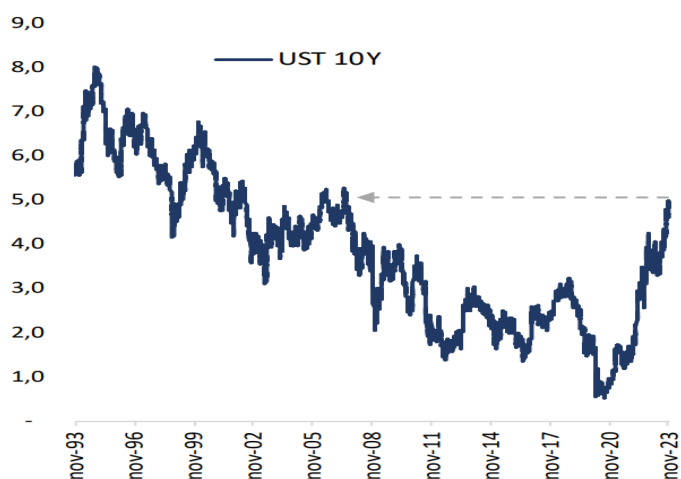
Nos Estados Unidos, a última decisão de política monetária do Federal Reserve foi de manutenção do atual patamar nos juros (definido no regime de 5,25% a 5,50%), conforme o que já era aguardado pelo mercado. O presidente do Fed, Jerome Powell, enfatizou que o colegiado entende que o efeito econômico da abertura considerável que houve no mercado de juros americano fez efeito importante no combate inflacionário e no movimento de desaceleração econômica.

Neste sentido, os EUA divulgaram dados que apontam para sinais incipientes de desaquecimento da economia - o número semanal de pedidos de seguro-desemprego veio acima do esperado e o relatório de

emprego (conhecido como *payroll*) reportou a criação de 150 mil postos de trabalho em outubro, abaixo dos 183 mil esperados. A queda do número de vagas reforça a expectativa de que o fim do aperto monetário na maior economia do mundo está próximo do fim.

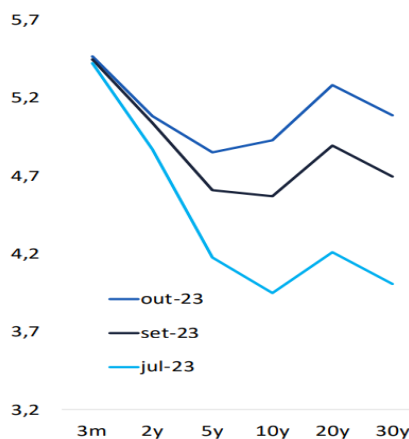
De toda forma, ao longo do mês de outubro, as *Treasuries* americanas abriram, aproximadamente, 35 bps, o que levou a negociarem ao patamar de 4,93% - o nível mais alto desde julho/2007 - conforme podemos observar no gráfico abaixo.

Gráfico 1 – US Treasury 10Y yield (%)



Além disso, como podemos ver no gráfico na sequência, a curva de juros futura dos EUA apresenta abertura considerável em todos os vértices, especialmente os mais longos, desde julho/2023.

Curva de Juros UST



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual, 2023

Na China, observamos que a demanda doméstica chinesa deu sinais de recuperação mais consistente no mês de setembro – ao passo que a produção industrial cresceu 4,5% a/a e as vendas no varejo avançaram 5,5% a/a. Em termos gerais, o crescimento de setembro ajudou a impulsionar o resultado do PIB da China no 3º trimestre (1,3% em relação ao 2º trimestre) e trouxe melhores perspectivas para o resultado do 4º trimestre em curso.

Os dados sugerem que as recentes medidas de incentivo, como as reduções das taxas de juros e iniciativas destinadas a estimular as vendas de residências, ajudaram a estabilizar a economia, colocando-a em condições de alcançar a meta de crescimento oficial do governo chinês, de cerca de 5%, neste ano. O resultado amaciou, pelo menos temporariamente, temores de um agravamento da desaceleração econômica chinesa.

O S&P 500 apresentou desvalorização neste mês de -2,20%, no ano o resultado acumulado é de 9,23%. Enquanto o índice Nasdaq teve queda de -2,78% no mês. No ano, o Nasdaq acumula uma alta de 22,78%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou desvalorização neste último mês de -2,95% e entrega desempenho negativo no ano de -2,28%.

No câmbio, o Real operou próximo da estabilidade frente ao Dólar na ordem de 0,06% no mês, encerrando a cotação em R\$ 5,0350/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 4,75%.

Brasil

No cenário doméstico, o cenário macro-global foi importante para pautar o comportamento dos ativos de risco brasileiros – não somente pela abertura da curva de juros americana (como apontamos anteriormente), mas também pelo próprio conflito geopolítico.

Ademais, novos comunicados do governo trouxeram um tom de maior aversão a risco em preocupação a trajetória das contas públicas.

O comunicado do governo de maior relaxamento ao resultado primário da meta fiscal levou o mercado a precificar uma condição às contas públicas mais deteriorada do que originalmente sinalizado. Ademais, esta sinalização tem levado os analistas políticos a acreditarem em uma maior probabilidade do Congresso alterar a meta de primário na LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) de 2024.

Na última reunião do COPOM, a autoridade monetária decidiu por manter o ritmo de redução dos juros em 0,5 ponto percentual, levando a taxa Selic para o patamar de 12,25% a.a. Esta decisão veio em momento importante, mesmo após a mudança de tom do governo a respeito da meta fiscal. Os membros do COPOM reforçam a mensagem de comunicados anteriores da “importância da firme persecução” das metas fiscais já estabelecidas.

Ao manter o ritmo de ajuste, o BC agiu com base no progresso relevante na queda da inflação. Tanto em seu cenário de referência quanto nas projeções do boletim Focus, o IPCA do ano corrente projetado situa-se abaixo do teto da meta de inflação. Houve uma mudança para pior na avaliação do cenário externo, que passou do “incerto” para “adverso”, motivado principalmente pelo aumento das taxas de longo prazo nos Estados Unidos, pela resistência à baixa dos núcleos de inflação em diversos países e por novas tensões geopolíticas.

Neste sentido, o resultado dentro do esperado da prévia da inflação de outubro deixou economistas confortáveis com o processo de desinflação da economia brasileira. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo-15 (IPCA-15) desacelerou de alta de 0,35% em setembro para 0,21% em outubro, segundo o IBGE. Com o dado de outubro, o IPCA-15 acumula alta de 5,05% em 12 meses.

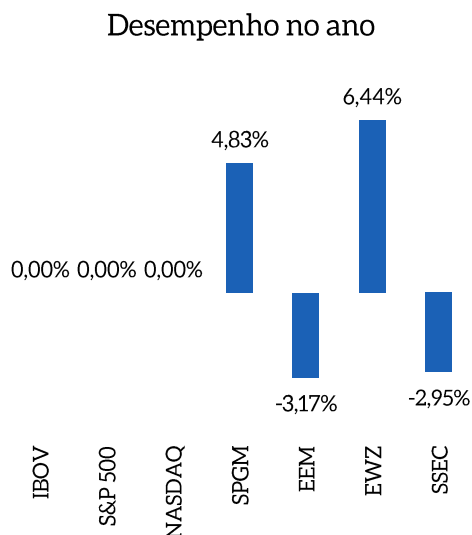
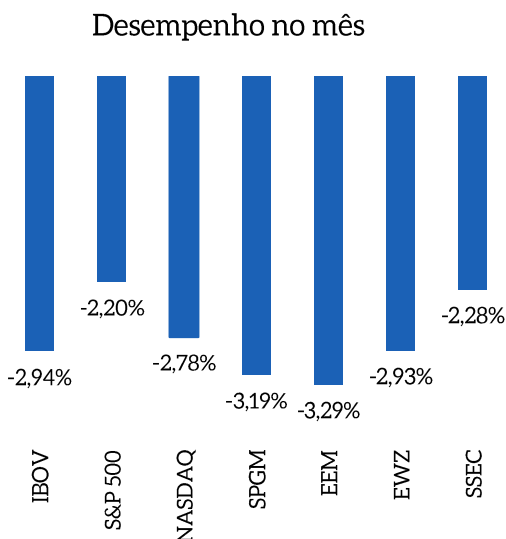
O índice IRF-M apresentou valorização de 0,37% no mês (no ano, o resultado é de 12,04%). O IMA-B operou em baixa no mês (-0,66%) e apresenta valorização de 10,06% no ano. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de setembro/2023 negociando a taxa de IPCA+5,88%.

Na bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de outubro em queda de -2,94% e encerrando a cotação de 113.144 pontos. No ano, o desempenho da bolsa brasileira é de 3,11%. Na última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 7,4x.

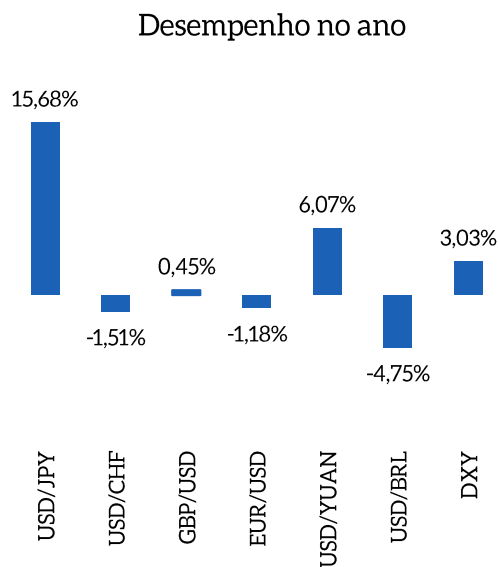
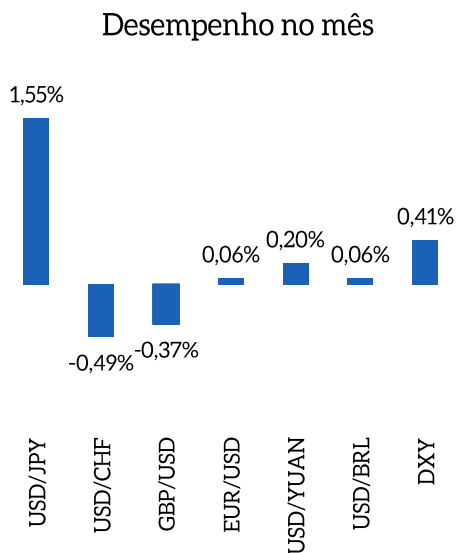
3

Mercados

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

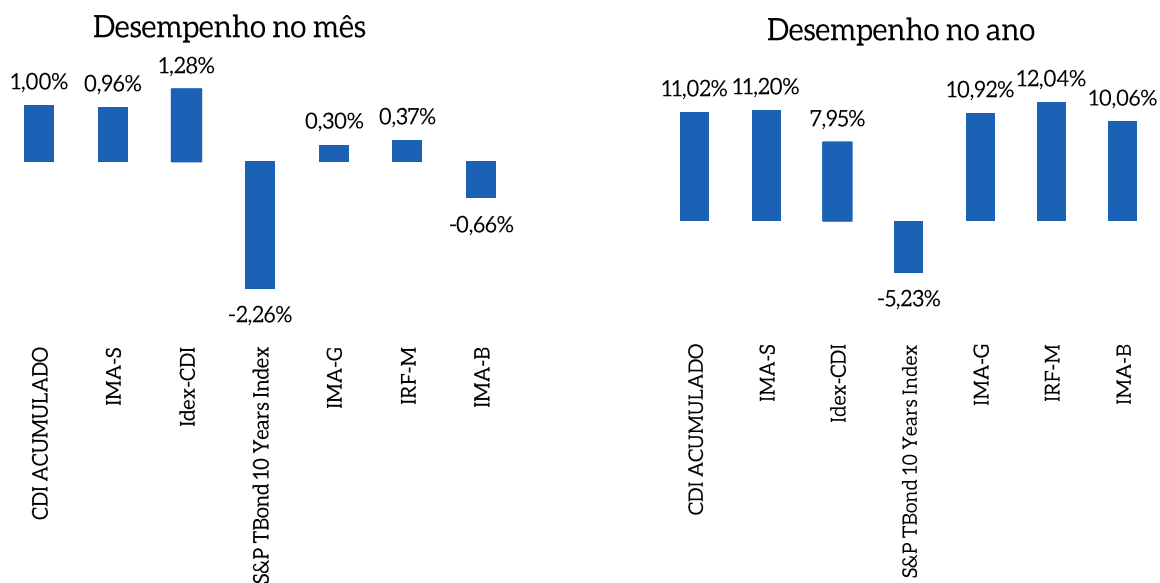
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

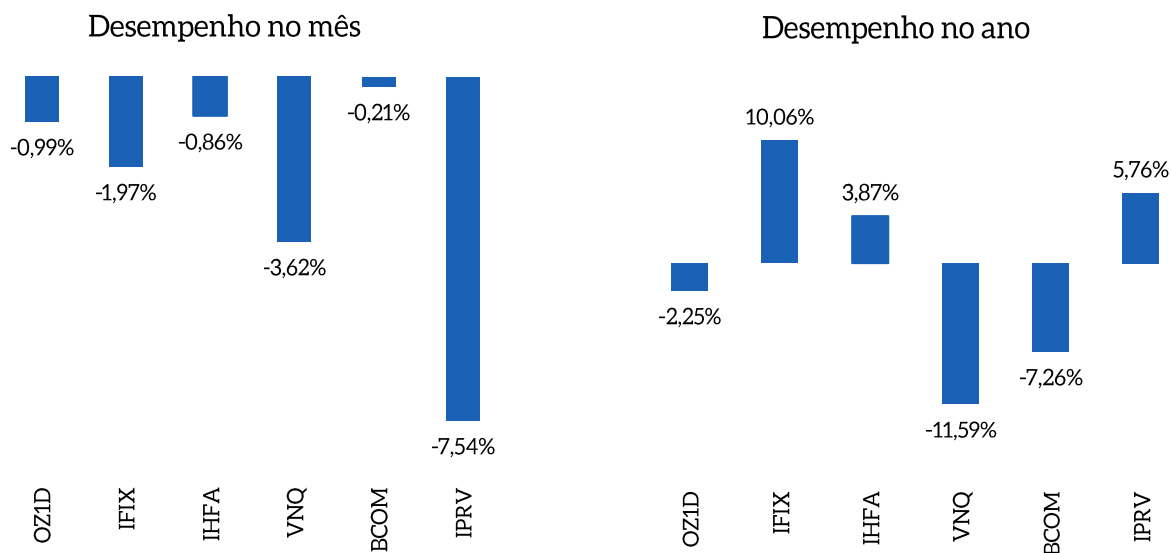
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



ALTERNATIVO



- IMA-S: Índice composto por LFTs

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

- IRF-M: 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

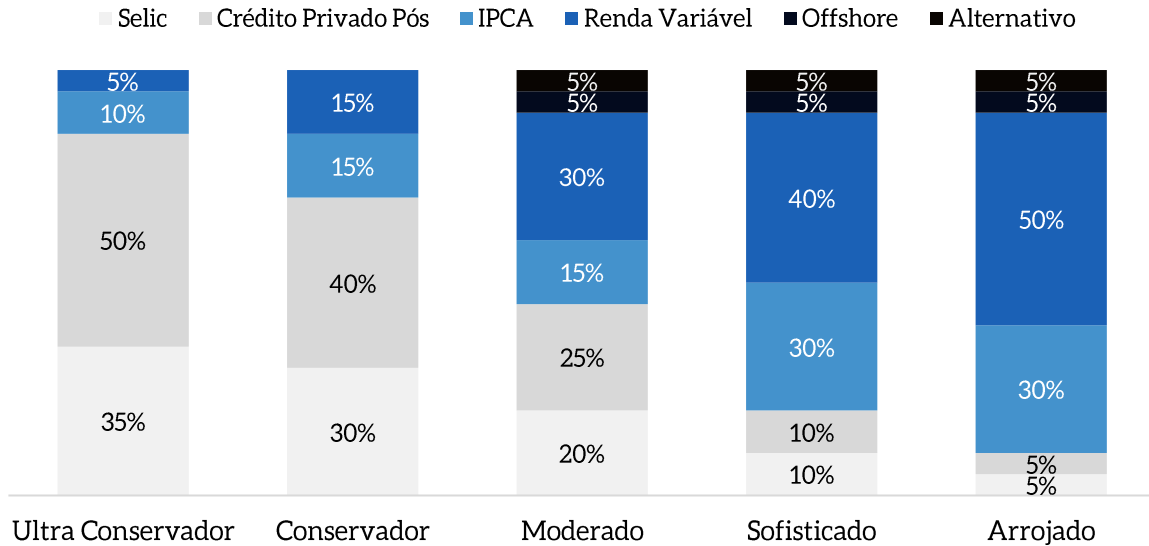
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

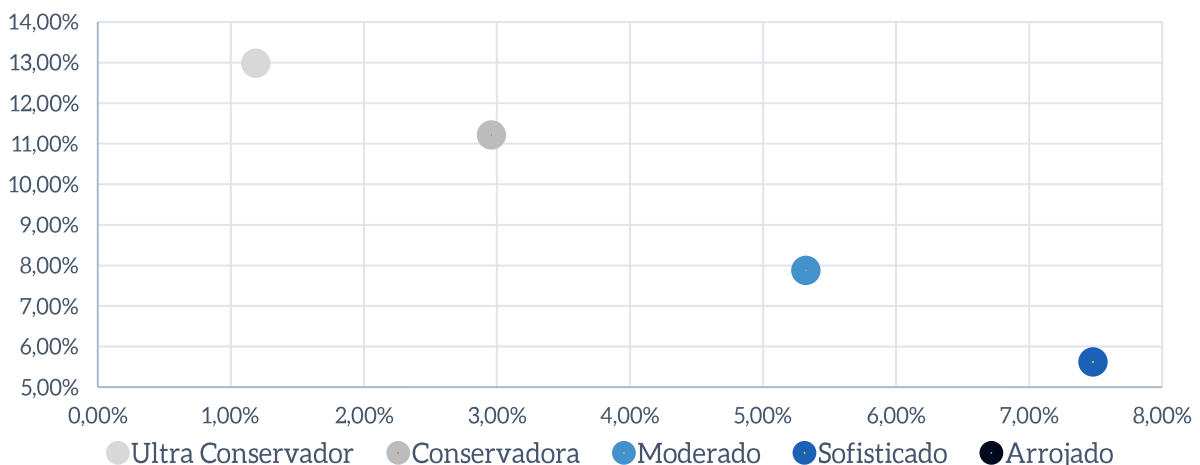
Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	-0,18%	-0,54%	-1,10%	-1,47%	-1,84%
CP Pós	0,55%	0,44%	0,28%	0,11%	0,06%
Selic	0,35%	0,30%	0,20%	0,10%	0,05%
Juros Reais	-0,07%	-0,10%	-0,10%	-0,20%	-0,20%
Offshore	0,00%	0,00%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Alternativo	0,00%	0,00%	-0,17%	-0,17%	-0,17%
Total	0,65%	0,10%	-0,98%	-1,72%	-2,21%

RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)

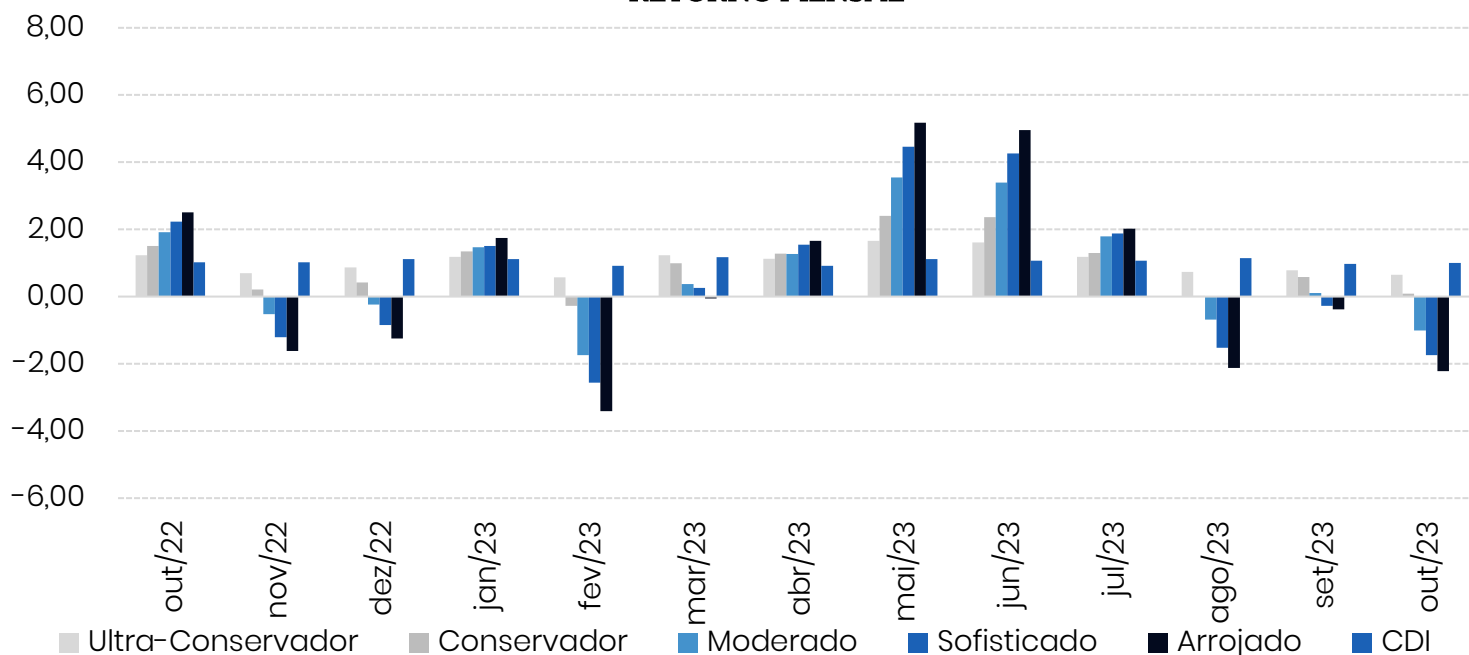


ESTATÍSTICA

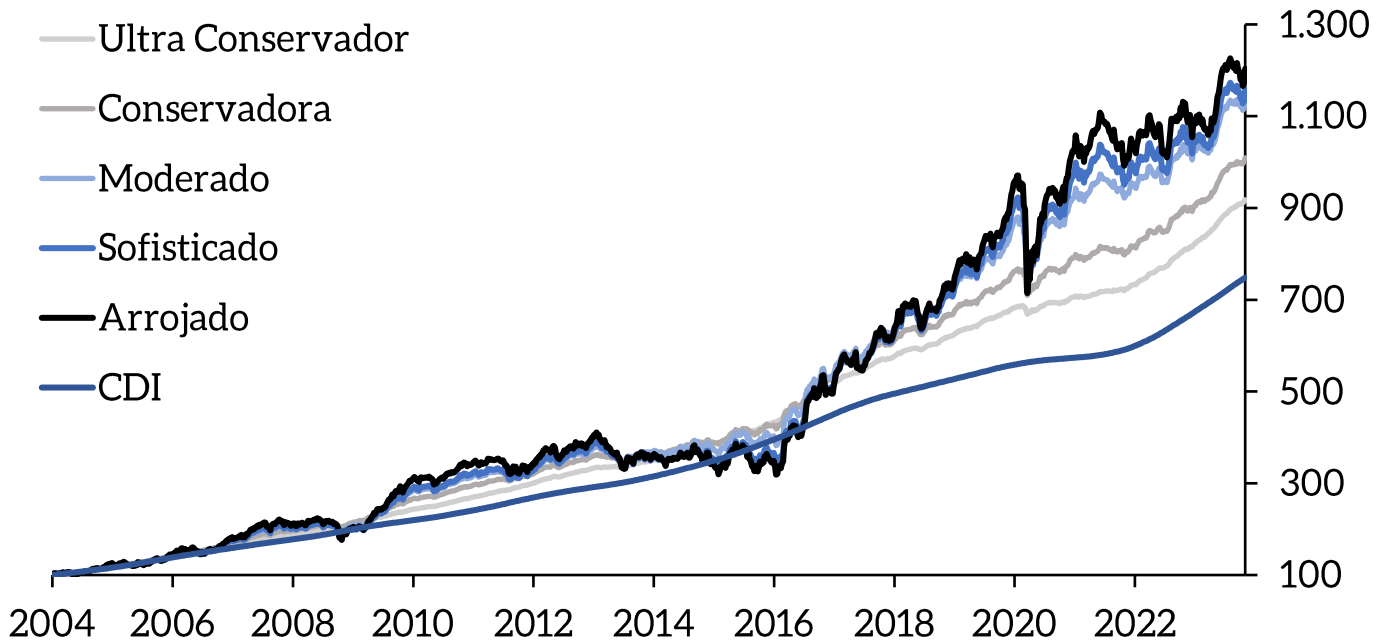
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,70%	0,65%	11,23%	12,98%	26,96%	31,84%	48,44%
Conservador	9,64%	0,09%	10,51%	11,21%	25,42%	31,26%	50,82%
Moderado	11,49%	-1,01%	8,70%	7,88%	21,12%	29,33%	57,19%
Sofisticado	12,65%	-1,74%	7,83%	5,62%	18,97%	27,77%	59,76%
Arrojado	13,50%	-2,22%	7,22%	4,16%	17,88%	27,67%	61,18%
CDI	7,59%	1,00%	11,02%	13,41%	26,47%	30,71%	43,27%
IBOVESPA	11,11%	-2,94%	3,11%	-2,49%	9,32%	20,43%	29,42%

	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	19	0	19,32%	3,52%	2,83%	-1,62%	1,12%
Conservador	19	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	2,96%
Moderado	18	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,32%
Sofisticado	16	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	7,48%
Arrojado	15	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	9,14%

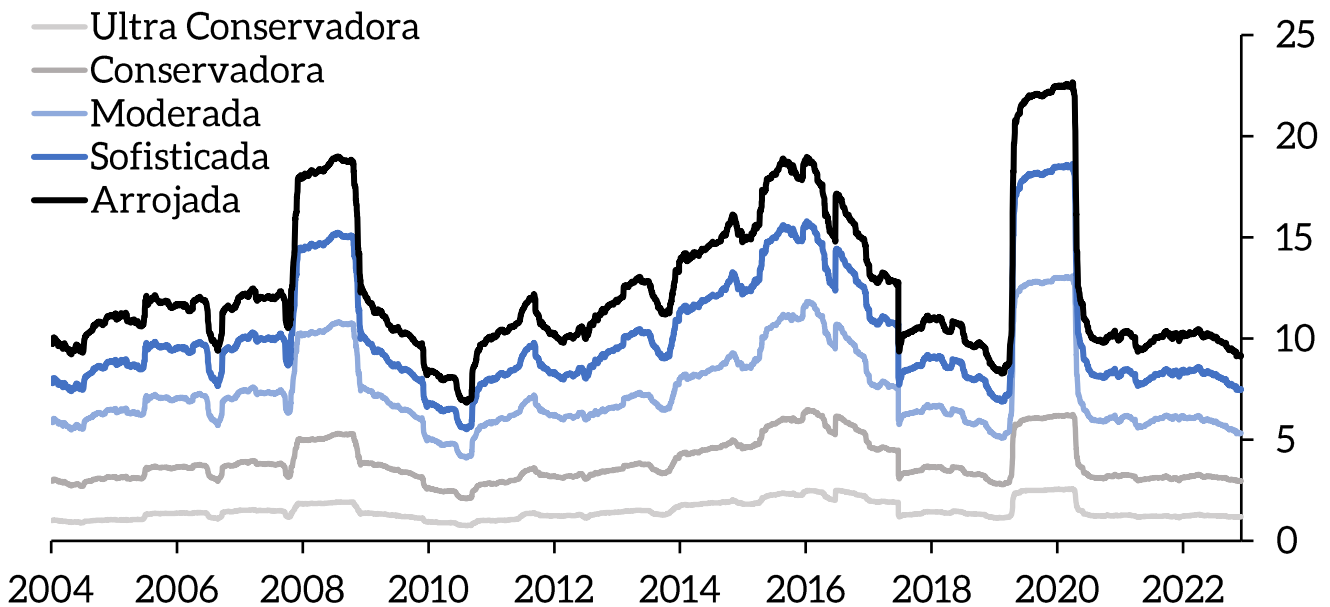
RETORNO MENSAL



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 e 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.