

# Relatório de Estratégia

*Junho de 2023*

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

1

# A Importância da Governança Corporativa

Quando explicamos nossa metodologia de seleção de ativos, usualmente seguimos a tradição de Benjamin Graham, enfatizando parâmetros quantitativos que caracterizam nossos critérios de alocação. Assim, costumamos fazer referência aos parâmetros de receita, lucro e patrimônio líquido e a relação destes números com o valor de mercado da ação para nos ajudar a identificar boas oportunidades de investimento.

Nesta carta, gostaríamos de discutir aspectos qualitativos que também incorporamos no processo, que apesar de não ser objeto frequente da nossa comunicação, são tão relevantes para nossa decisão quantos os indicadores financeiros das empresas que analisamos.

Nesse aspecto, o principal ponto de destaque na nossa análise se refere ao que na academia se denominou “problema de agência”. Basicamente, trata-se do desequilíbrio contratual entre acionistas e administradores na gestão de uma sociedade anônima. Neste tipo de contrato, a premissa legal é de que a administração é a guardiã dos interesses dos acionistas, gerindo o patrimônio destes como se fossem seus próprios. Warren Buffett costuma usar a analogia do mordomo, que na sua atuação procura sempre observar a melhor forma de preservar o patrimônio e o bem-estar de seus contratantes.

Os melhores administradores pensam com a cabeça do dono ao tomar decisões de alocação do capital de seus investidores. Eles têm o interesse dos acionistas no coração. Mas, mesmo os gestores mais premiados, de tempos em tempos, terão seus interesses em conflito com o dos acionistas. A forma de atenuar esses conflitos e nutrir uma

administração com espírito de mordomo tem sido uma grande preocupação de Buffett ao longo da sua carreira e este é um tema de grande destaque em suas cartas anuais.

No livro “Os Ensaio de Warren Buffett”, escrito por Lawrence Cunningham, o autor seleciona os principais trechos de cartas escritas por Buffett aos seus acionistas e os divide por temas de interesse. Dentre esta coletânea, podemos observar temas que são bastante caros para Buffett no aspecto da governança corporativa, tais como: (i) a importância da comunicação transparente e honesta entre a administração e os acionistas; (ii) maior importância à qualidade e seleção do time de gestão do que à estrutura hierárquica, e (iii) especial atenção ao *CEO* da companhia.

A situação mais comum que Buffett identifica no ambiente corporativo americano, onde as maiores corporações têm sua estrutura de propriedade pulverizada, é justamente a ausência da figura do dono. Sem acionistas fortes é comum observar situações em que a administração passa a priorizar interesses próprios ou de *stakeholders* que não tem capital exposto ao risco, não tendo, portanto, o que Nassim Taleb chama de “*skin in the game*” (“arriscando a própria pele”, em tradução livre).

Para minimizar esse tipo de problema, o oráculo costuma guiar seus executivos com as seguintes orientações de longo prazo: administrem o negócio (i) como se fosse o único proprietário da empresa; (ii) como se a companhia fosse o único ativo que você detém em seu patrimônio; (iii) considerando que você nunca poderá vender ou fazer uma fusão pelos próximos 100 anos.

Dessa forma, Buffett complementa a importância de alinhar a remuneração dos executivos ao desempenho corporativo de longo prazo, mas mesmo o programa de *stock options* pode haver

divergências de interesses entre acionistas e administradores. O oráculo de Omaha acredita que a melhor forma de premiar seus executivos é através de um sistema baseado em geração de caixa do negócio e participação direta em ações da companhia, de forma que eles estejam sempre calçando os mesmos sapatos dos acionistas.

Nossa realidade, no que diz respeito ao problema de agência, difere bastante do que foi descrito acima. Aqui temos uma situação muito comum no mundo corporativo fora dos EUA, em que um grupo de acionistas com pequena participação na propriedade do capital social consegue obter direitos políticos privilegiados que lhes permitem controlar a gestão dessas companhias.

Nesse contexto, assim como no modelo de propriedade pulverizada, a administração também tem a possibilidade de se apropriar de recursos da sociedade, porém, enquanto naquela situação sempre existe a possibilidade dos acionistas se organizarem para substituir os executivos, no caso em que este grupo detém direitos políticos de controle, os acionistas se tornam refém do acionista controlador.

Ao longo das últimas três décadas foi exatamente essa situação que nos deparamos como acionistas de empresas de capital aberto no Brasil. Recentemente, encontramos um livro que faz justamente uma análise sobre diversos casos em que estávamos diretamente envolvidos ou testemunhamos de perto. Em *“Corporate Governing in Latin America – The Importance of Scandals to Institute Change”* (“Governança Corporativa na América Latina – A Importância dos Escândalos para a Mudança Institucional”, em tradução livre) são apresentados vários casos de escândalos corporativos dos principais países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) e como estes eventos afetaram a evolução da regulação no âmbito da governança e das práticas corporativas nos últimos 20 anos.

De uma forma geral, os casos ratificam a hipótese do problema do controlador minoritário, apenas variando a origem do controlador ser privado ou estatal.

Em meados dos anos 90, os primeiros bancos de investimentos do Brasil tentaram replicar a estratégia de tomada de controle hostil que estava sendo utilizada nos EUA para reestruturar negócios que tinham justamente os problemas de governança corporativa que explicitamos acima e que impunham alto desconto no valor de mercado das ações destas empresas. Este movimento foi imortalizado no filme Wall Street Poder e Cobiça, que retrata muito bem o *modus operandi* da época.

Porém, devido a estrutura legal que prevalecia nas companhias abertas, a maior parte das empresas tinham grupos de controle que detinham mais de 50% das ações com direito de voto, pouquíssimas empresas se enquadravam nesta situação de reestruturação societária via mercado secundário de ações. Ainda assim, o lendário banco de investimento Garantia conseguiu identificar algumas oportunidades como a varejista Americanas e cervejaria Brahma, assumindo o controle destas empresas e promovendo um forte crescimento da operação nas décadas seguintes.

Neste período, também vimos um movimento importante de mudança na estrutura de propriedade das grandes corporações nacionais com o programa de privatizações nos setores de Mineração, Siderurgia, Energia Elétrica e Telecomunicações.

A análise destas operações do final da década de 90 são muito didáticas pois, pela primeira vez, conseguimos observar em tempo real a precificação do custo de agência no Brasil. A precariedade legal e econômica do modelo de controle minoritário, aliada a retomada do interesse do investidor internacional pelos ativos nacionais, fez com

que grupos privados e entidades estatais aceitassem monetizar o que na academia se denominou “benefícios privados de controle”.

Estudos feitos sobre este período observam uma média de 300% para o prêmio de controle (diferença entre o preço pago pelas ações do bloco de controle e preço de mercado das mesmas ações) que representavam cerca de 90% do valor de mercado da empresa.

Na sequência, para permitir a conversão do prêmio de controle pago pelos novos grupos de controle em participação econômica, vimos grandes operações de reestruturação societária (fechamento branco de capital, fusões, incorporações, entre outras manobras societárias criativas) que visavam essencialmente consolidar a expropriação de valor dos acionistas minoritários.

A perda patrimonial que observamos em várias destas operações nos forneceu importantes lições que, sem dúvida alguma, sempre são mais bem assimiladas quando passam da teoria para a vida real. Aprendemos a duras penas a consequência de menosprezar problemas de desalinhamento entre acionistas e *insiders* (acionistas controladores e executivos), sejam eles estatais ou privados. Aprendemos que o *enforcement* regulatório também está exposto a ciclos de perfil de atuação. A captura dos órgãos pelos agentes politicamente dominantes, após um longo período de atuação ativa na promoção de equilíbrio nas relações contratuais, é uma das mais perigosas armadilhas para o investidor de longo prazo que assume a premissa de respeito as regras do jogo indefinidamente.

A avaliação dos problemas de governança corporativa é uma das tarefas mais relevantes e exigentes em termos de experiência do gestor. É comum, especialmente no início do processo de aprendizagem do profissional de gestão de recursos, observar a subestimação deste aspecto na análise de investimento, enfatizando modelos

quantitativos de análise que, com certa frequência, promovem nada mais que uma perigosa sensação de segurança nas teses. Neste caso, infelizmente (ou felizmente), as novas gerações podem contar apenas com o tempo como seu professor.

## 2

# Cenário Econômico

### Internacional

No cenário internacional, a economia americana continua apresentando dados econômicos mistos, ao passo que o mercado passa a embutir uma expectativa de uma nova elevação da taxa de juros, em pequena magnitude, a título de ajuste. A atividade econômica nos Estados Unidos mostra uma economia resiliente, dessa forma, há expectativa de uma continuação da política monetária restritiva por mais tempo. Persiste no mercado a discussão se deveremos esperar um período de recessão econômica americana, ou não.

Em relação à última reunião do FOMC, as projeções consideradas pelo comitê, divulgadas no *Summary of Economic Projections (SEP)*, elevaram a mediana da taxa de juros esperada para 2023 de 5,1% para 5,6%, dessa forma embutindo um ajuste de 50 pontos-base ao cenário inicial, puxado, especialmente, pela resiliência do mercado de trabalho americano.

De semelhante modo, o *SEP* apresenta a projeção mediana do comitê para 2024 que passou por elevação de 4,3% para 4,6% (acima da expectativa embutida na curva de juros americana, atualmente em 3,9% para 2024).

O Federal Reserve ratificou as expectativas do mercado e dos analistas ao deixar inalterada, de forma unânime, a taxa de juros na faixa de 5,0% a 5,25% ao ano nos EUA. Foi a primeira pausa após dez elevações das taxas em 15 meses, que levaram os juros para o maior nível desde 2006. Além disso, o Fed deu fortes indícios de que serão necessários mais apertos neste ano.



O tom de Jerome Powell, presidente do Banco Central americano, foi considerado conservador, mais inclinado ao aperto, o que surpreendeu agentes do mercado. Ele disse que “quase todos os participantes do comitê veem como provável que alguns aumentos adicionais nas taxas sejam apropriados este ano” e enfatizou que as decisões serão definidas de reunião em reunião.

Do outro lado, a China continua decepcionando a expectativa dos agentes de mercado a respeito da sua retomada econômica. O indicador oficial da atividade manufatureira da China melhorou em junho, mas indicou uma contração pelo terceiro mês consecutivo, sugerindo fraqueza contínua na segunda maior economia do mundo. O índice de gerentes de compras (PMI) oficial de manufatura da China subiu para 49,0 em junho, de 48,8 em maio, informou o Escritório Nacional de Estatísticas. Uma leitura acima de 50 indica uma expansão da atividade, enquanto uma leitura abaixo dela, contração.

Por outro lado, a projeção de crescimento se mantém na casa de 5% para este ano de 2023 (o que é inferior ao desempenho histórico do país, mas em magnitude considerável quando observamos a atividade global). Além disso, o Partido Chinês vem encaminhando medidas importantes de estímulo econômico que devem gerar tração para o país nos próximos meses. Por conta disso, o foco do mercado se volta para a próxima reunião do Politburo (comitê executivo do Partido Comunista Chinês) a ser realizada no mês de julho.

Na Zona do Euro, a atividade econômica segue patinando junto com uma pressão inflacionária persistente. O próprio Banco Central da Europa (BCE) reajustou sua expectativa de crescimento econômico reduzindo em -0,10 p.p., dessa forma, a perspectiva da atividade para 2023 e 2024 ficou em 0,9% e 1,5%, respectivamente. Do lado da inflação, o BCE ajustou as expectativas em +0,50 p.p. – sendo assim, as projeções

atualizadas do núcleo da inflação na Zona do Euro para 2023 e 2024 estão em 5,10% e 3,00%, respectivamente.

O BCE cumpriu o que era esperado pelo mercado e decidiu, neste último mês, por elevar as taxas de juros em 25 pontos-base, seguindo o ritmo de alta da reunião anterior. O BCE também confirmou que o conselho decidiu por encerrar os reinvestimentos no âmbito do programa de compra de ativos a partir de julho/2023.

O S&P 500 apresentou valorização neste mês de 6,47%, no ano o resultado acumulado é de 15,91%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho estável de 6,59% no mês. No ano, o Nasdaq acumula uma alta de 31,73%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou desvalorização neste último mês de -0,08% e mantém desempenho positivo no ano de 3,65%.

No câmbio, o Real se valorizou frente ao Dólar na ordem de 5,37% no mês, encerrando a cotação em R\$ 4,7860/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 9,46%.

## **Brasil**

No cenário doméstico, a principal atenção do mercado, neste momento, gira em torno do início do ciclo de redução da taxa de juros. Neste sentido, consolida-se entre os analistas e investidores, que o COPOM deve iniciar este novo período de afrouxamento monetário entre as reuniões de agosto e setembro. Vale salientar que vivemos um período diferente de ciclos anteriores, à medida que o ciclo de queda dos juros não está sendo acompanhada de uma recessão econômica local.

Do lado fiscal, tivemos uma notícia positiva e que teve boa repercussão no mercado financeiro com a agência de *rating* Standard & Poor's

divulgou parecer técnico promovendo uma alteração na perspectiva para a nota de risco soberano do Brasil de estável para positivo, fato que não ocorria desde dezembro/2019.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) decidiu adotar um sistema de metas de inflação contínuo e abandonar o ano-calendário. Também definiu em 3% o alvo do índice de preços para 2026, com intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual para cima ou para baixo - mesmos patamares de 2024 e 2025.

A decisão foi bem recebida entre economistas e ex-diretores do Banco Central. Eles esperam, com o anúncio, melhora adicional nas expectativas de inflação e consolidação do espaço para a autoridade monetária começar a cortar os juros a partir de agosto.

Adicionalmente, a ata da reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) mostrou um tom menos duro do que o comunicado divulgado após a reunião, indicando possibilidade significativa de o ciclo de corte da Selic começar no próximo encontro. A ata reforçou a percepção de que a taxa começará a cair em agosto, com os contratos de juros apontando chance de cerca de 80% de um recuo de 0,25 p.p.

Além disso, com o arrefecimento dos preços da alimentação e combustíveis, o IPCA-15 avançou 0,04% em junho, após alta de 0,51% em maio. É a menor taxa para o mês desde 2020. Em 12 meses, o indicador acumula alta de 3,4%, o menor resultado desde setembro de 2020, quando acumulava 2,65%. De semelhante modo, o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) caiu 1,93% em junho, após queda de 1,84% no mês anterior, de acordo com dados da FGV. Com este resultado, o índice acumula taxa de -4,46% no ano e de -6,86% em 12 meses. A título comparativo, em junho de 2022, o índice havia subido 0,59% e acumulava alta de 10,70% em 12 meses.

O Senado aprovou, por 57 votos a 17, o projeto do novo arcabouço fiscal. O texto, no entanto, terá que voltar à Câmara para que os deputados analisem as emendas feitas pelos senadores, antes de ser enviado à sanção presidencial. A principal mudança, apresentada pelo líder do governo no Congresso, senador Randolfe Rodrigues, evita um corte de R\$ 32 bilhões no projeto de lei orçamentária anual de 2024. O valor é a diferença entre o projeto original do governo, que considerava a inflação até dezembro para corrigir o piso de despesas, e a proposta aprovada na Câmara, que faz o cálculo com base na inflação dos 12 meses até junho.

O índice IRF-M apresentou valorização de 2,12% no mês (no ano, o resultado é de 9,62%). O IMA-B operou em alta no mês (2,39%) e apresenta valorização de 11,37% no ano. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de junho/2023 negociando a taxa de IPCA+5,23%.

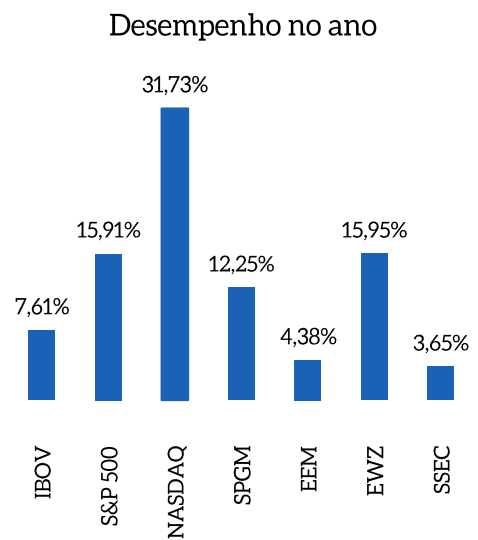
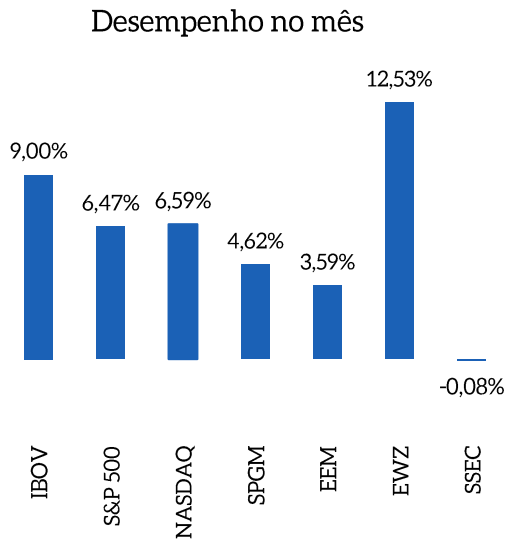
Temos apresentado nas últimas cartas nossa visão positiva e construtiva para a estratégia de renda variável Brasil, especialmente aos investidores com visão de longo prazo, haja visto a posição favorável do país em relação aos demais mercados emergentes (especialmente em termos de *valuation* nas bolsas globais), em detrimento dos mercados desenvolvidos. Na última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 7,9x (dessa forma, uma expectativa de retorno potencial, no longo prazo, de IPCA+12,66%).

O índice Ibovespa fechou o mês de junho subindo 9,00% e encerrando a cotação de 118.087 pontos. No ano, o desempenho da bolsa brasileira é de 7,61%.

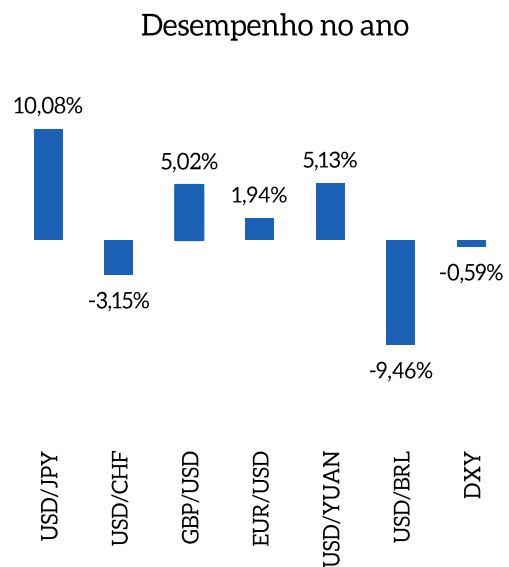
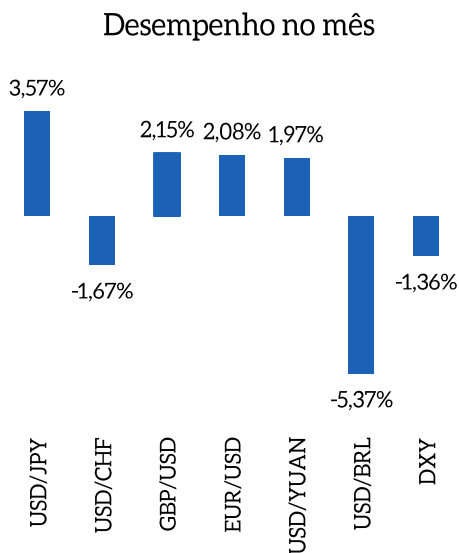
# 3

## 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

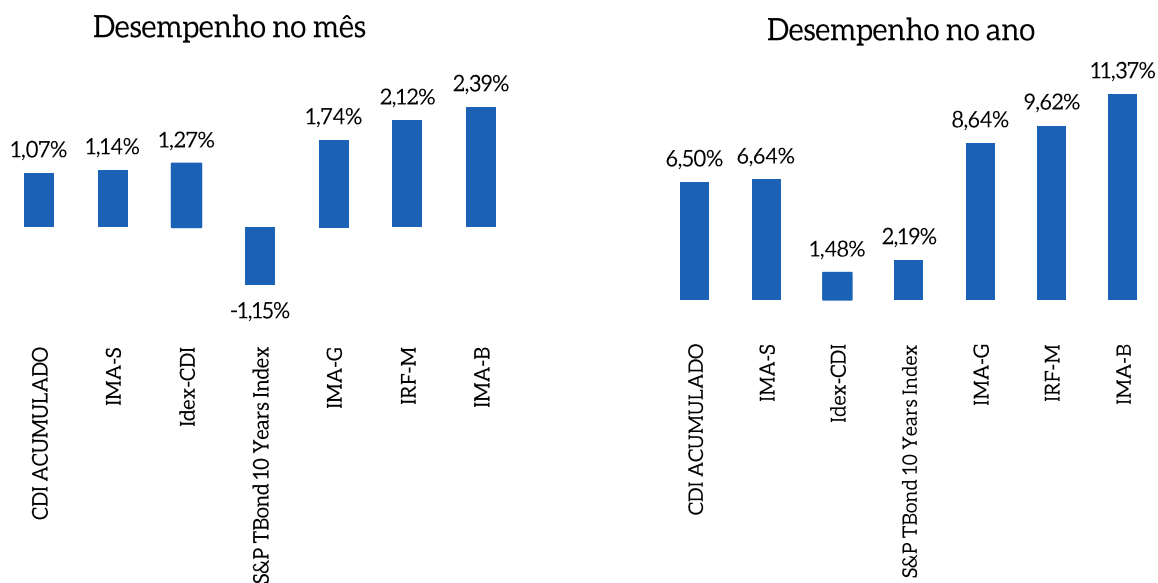
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

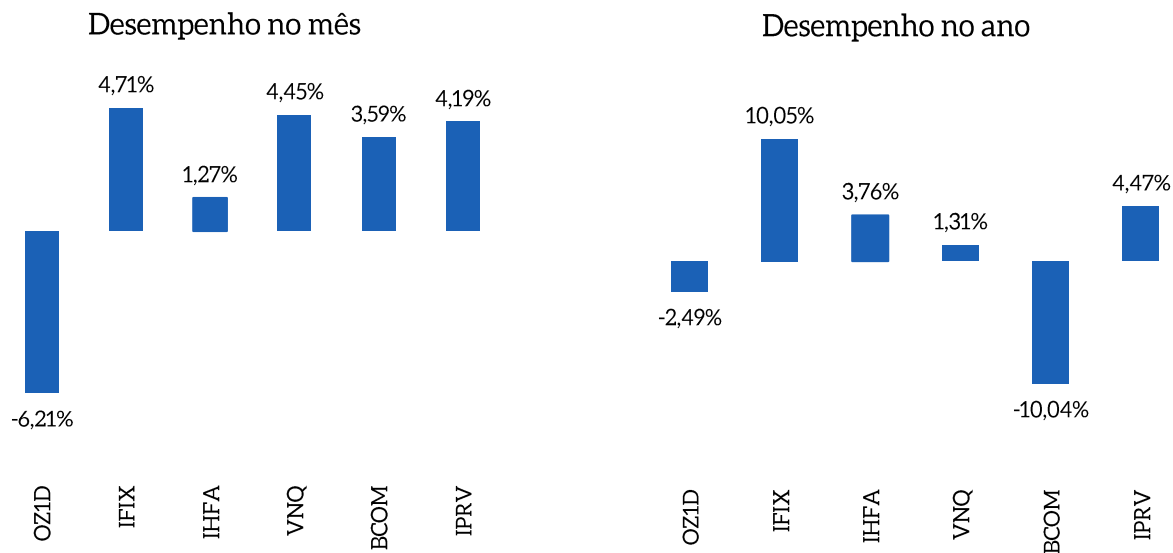
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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

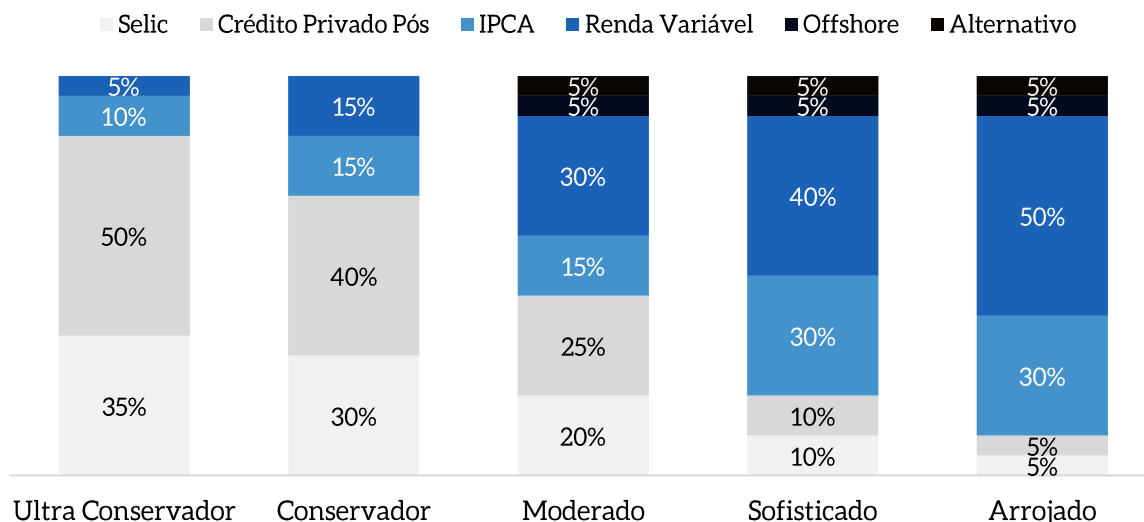
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

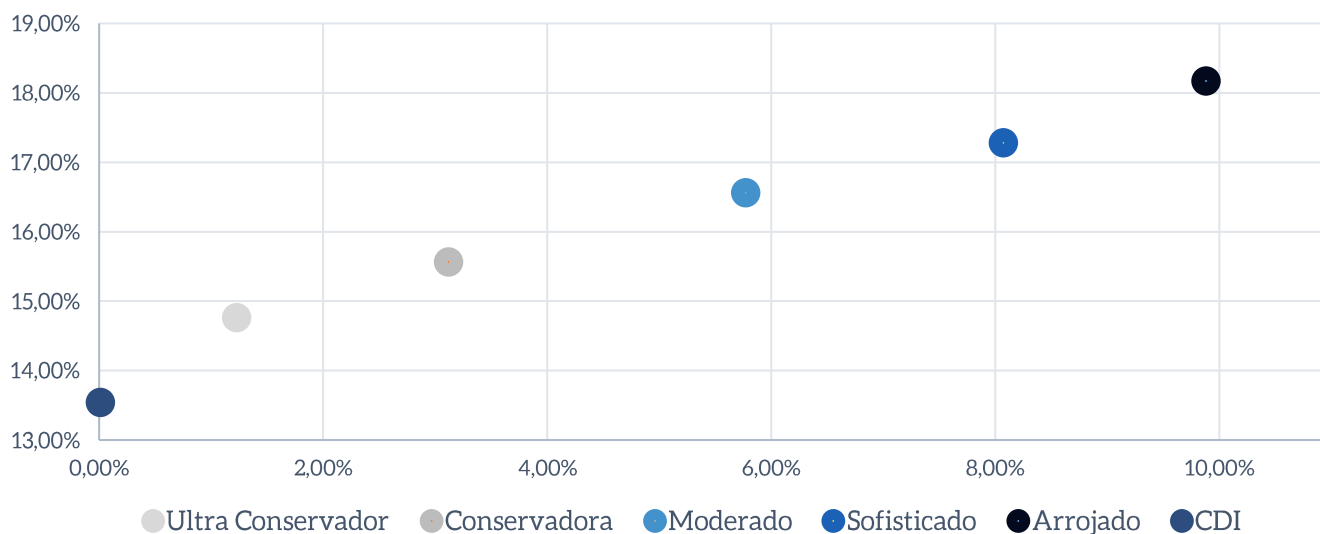
# 4

## Estratégia

### ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



	Atribuição de Performance				
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	0,41%	1,23%	2,46%	3,26%	4,07%
CP Pós	0,59%	0,47%	0,29%	0,12%	0,06%
Selic	0,37%	0,32%	0,21%	0,11%	0,05%
Juros Reais	0,25%	0,37%	0,37%	0,74%	0,73%
Offshore	0,00%	0,00%	0,04%	0,04%	0,04%
Alternativo	0,00%	0,00%	0,05%	0,05%	0,05%
<b>Total</b>	<b>1,62%</b>	<b>2,38%</b>	<b>3,43%</b>	<b>4,31%</b>	<b>5,01%</b>



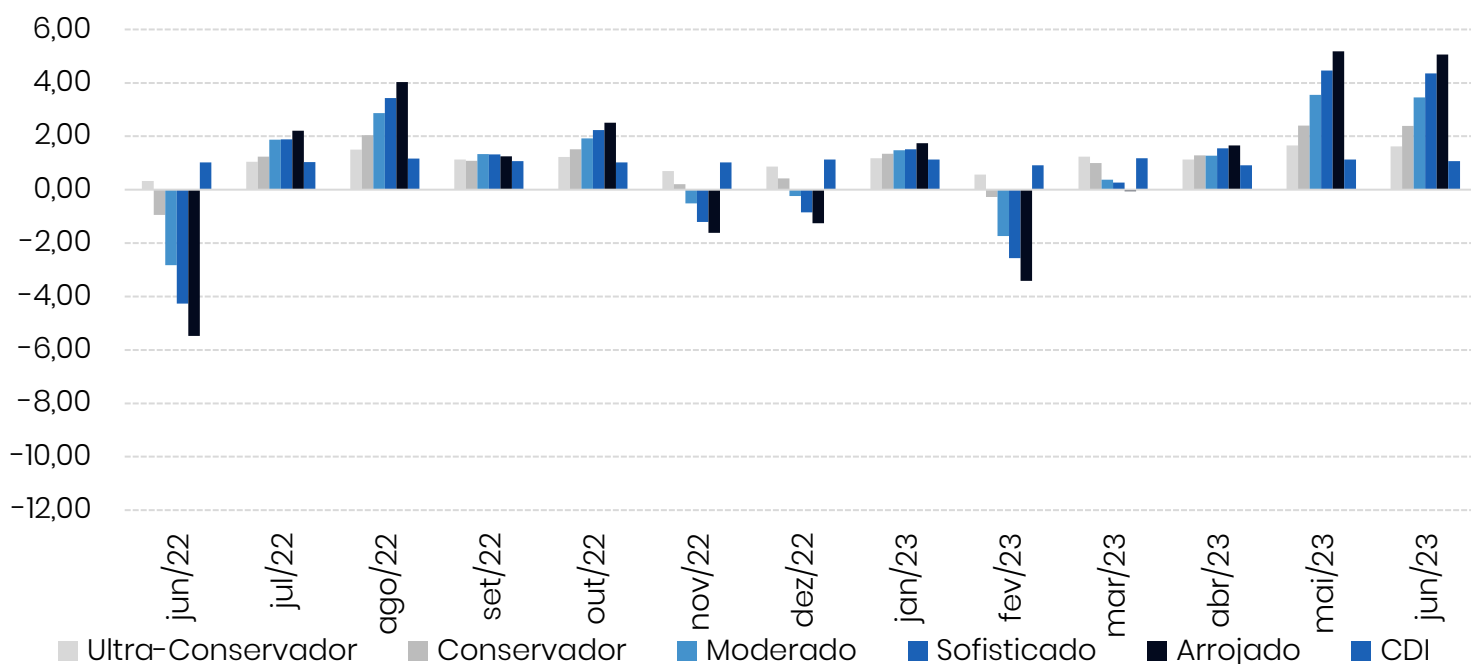
### ESTATÍSTICA

	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,09%	1,62%	7,61%	14,77%	23,20%	28,66%	48,96%
Conservador	9,14%	2,39%	8,38%	15,59%	20,70%	30,17%	56,28%
Moderado	11,13%	3,45%	8,57%	16,63%	15,92%	31,90%	69,31%
Sofisticado	12,48%	4,35%	9,78%	17,37%	12,84%	33,29%	79,64%
Arrojado	13,41%	5,07%	10,33%	18,29%	10,88%	34,99%	85,85%
CDI	6,91%	1,07%	6,50%	13,54%	23,41%	26,22%	40,38%
IBOVESPA	10,97%	9,00%	7,61%	19,83%	-6,87%	24,23%	62,29%

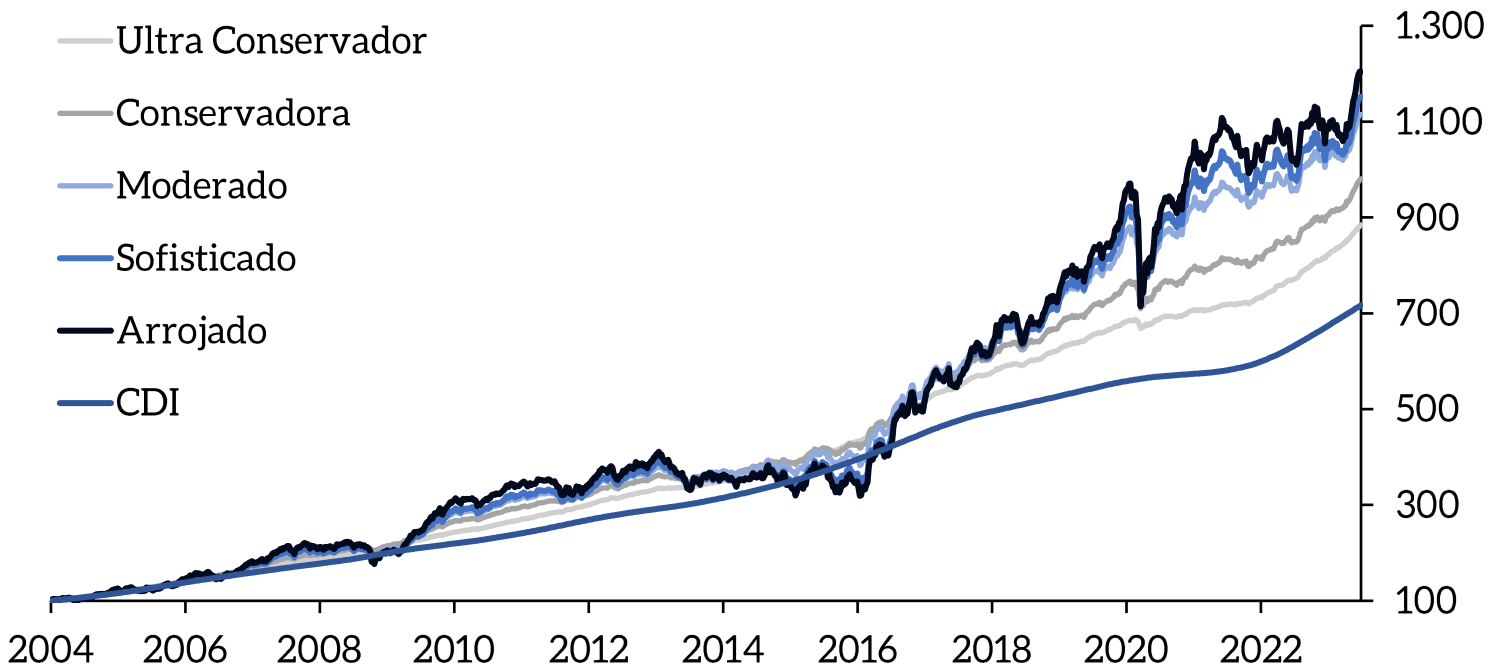
	Qtd Retornos >0 (anual)	Qtd Retornos <0 (anual)	Maior Retorno Anual	Menor Retorno Anual	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade 12 meses
Ultra Conservador	19	0	19,32%	3,52%	2,83%	-1,62%	1,23%
Conservador	19	0	25,07%	1,45%	5,43%	-4,53%	3,13%
Moderado	18	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	5,77%
Sofisticado	16	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	8,07%
Arrojado	15	4	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	9,88%

### RETORNO MENSAL

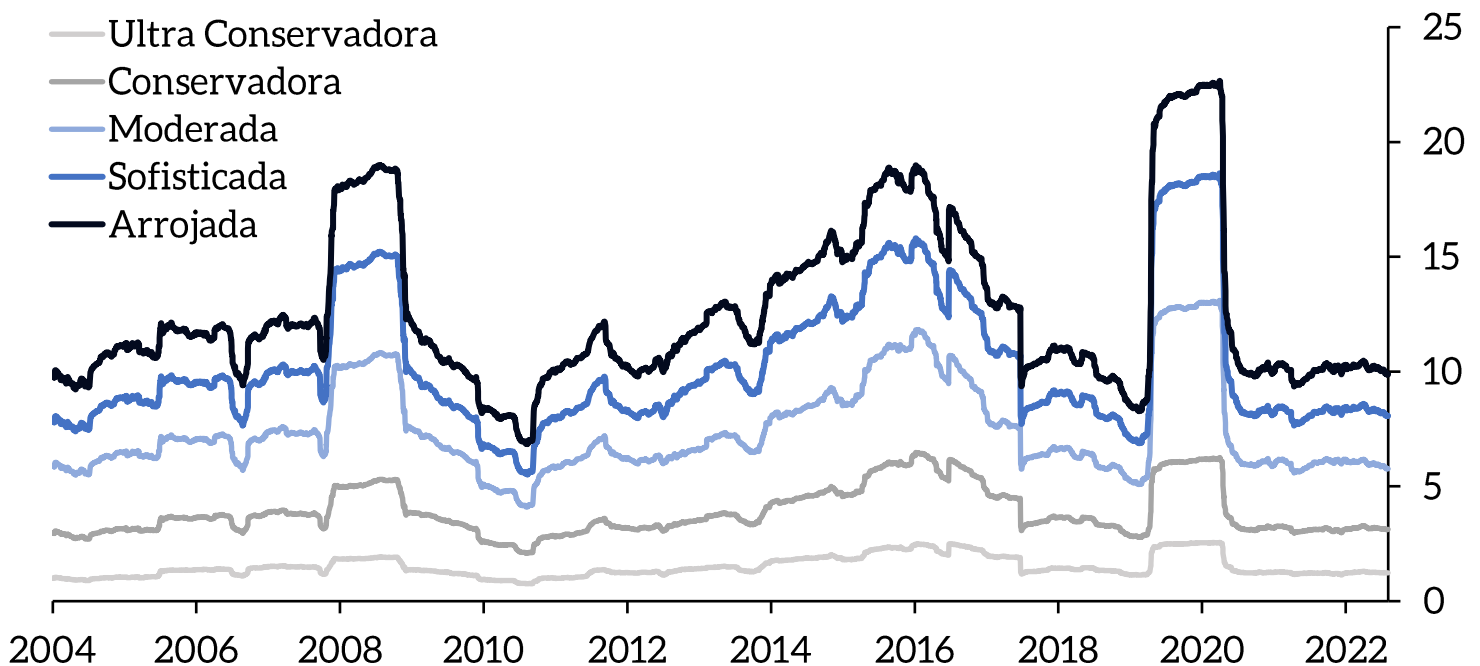




### DESEMPENHO ACUMULADO



### 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.