

Relatório de Estratégia

Setembro de 2022

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

FINA-CAP
INVESTIMENTOS

1

A resiliência dos gestores de ações no Brasil

Em 2015, tomamos a decisão estratégica de apresentar nosso fundo de ações para investidores institucionais, especialmente, fundos de pensão. Conscientes das questões envolvidas no crescimento acelerado, sem alinhamento de expectativas dos investidores com a nossa filosofia de investimentos, avaliamos que a melhor forma de expandir o volume de recursos sob nossa gestão era através dos investidores institucionais. O fato de serem investidores profissionais com horizonte de longo prazo, na nossa visão, representava o perfil ideal para apresentar nossa proposta de investimento fundamentalista. Apesar de termos um longo *track record*, éramos pouco conhecidos no mercado nacional, portanto, precisávamos ter uma boa interlocução para estas primeiras iniciativas de captação fora da nossa região.

Ao longo dos últimos anos participamos de vários processos seletivos destas instituições que, invariavelmente, envolvem grande volume de informações sobre os mais diversos aspectos envolvidos na atividade de gestão de fundos. Sem dúvida, a abrangência do *due diligence* padrão implementado pelas consultorias tem um robusto embasamento teórico que certamente promove uma filtragem das casas com o mínimo necessário para executar um trabalho adequado de alocação de recursos na escala adequada a estes investidores.

Nestes processos, os aspectos relacionados ao que chamamos de *capacity* dos fundos (e das gestoras), entretanto, sempre nos pareceu ter uma relevância subestimada. A prioridade, em geral, nos parece ser no sentido oposto, em assegurar uma escala elevada mínima de recursos

sob gestão, que promovam maior *accountability* às casas receptoras dos aportes.

Definimos *capacity* como o volume máximo de recursos que uma gestora consegue alocar sem restringir de forma significativa a seleção de ativos elegíveis pela filosofia de investimentos adotada pela gestora. O *capacity* de uma gestora é sempre uma relação entre o volume investido e a liquidez dos ativos que compõem a carteira de seus fundos.

Nos chamou a atenção, no mês passado, a discussão por algumas casas de investimento a respeito de estudos de *capacity* para estratégias que são distribuídas no mercado. Em nossas apresentações institucionais, há um bom tempo, expomos nosso próprio estudo de *capacity*, especialmente atrelado ao perfil de liquidez de nossa estratégia *versus* demais fundos de ações comparáveis do mercado, pois nossa percepção é que fatores relacionados ao modelo comercial do sistema de distribuição de fundos distorcem a análise desta questão.

Como foi bem explicitado nas cartas e nos fóruns, há farta evidência da relação negativa entre performance e volume sob gestão que muitas vezes é explicada pela flexibilidade que é perdida quando o volume de recursos cresce. A analogia da manobrabilidade do *yacht* em relação ao transatlântico serve bem para facilitar esse entendimento.

A questão que gostaríamos de trazer para discussão, porém, é consequência direta da dificuldade da indústria de respeitar o *capacity* das gestoras. Nossa percepção, baseada na experiência dos últimos 25 anos, é de que a tendência das gestoras de operarem fora da escala adequada de ativos sob gestão explica, em grande parte, a alta mortalidade de fundos (e gestoras) que observamos no Brasil.

Para identificar o fenômeno da mortalidade dos fundos procuramos analisar uma amostra com todos os fundos de ações abertos, ativos e cancelados, no Brasil por gestoras independentes. Identificamos 1.035 fundos ativos e 1.433 fundos cancelados (os quais não estão mais em atividade).

Primeiramente, de todo o universo de fundos de ações ativos no mercado, apenas 19% possuem mais de 10 anos de atividade. Isto quer dizer, por outro lado, que 81% dos fundos ativos possuem menos de 10 anos de *track record*. Se extrapolarmos este horizonte para 15 anos, apenas 6% de toda a indústria de fundos de ações no Brasil apresenta esse histórico. Mais restrito ainda são os fundos com pelo menos 20 anos de histórico, é um público limitado a 2% de todo o mercado. Isto quer dizer que, em um universo de, aproximadamente, 1.000 fundos de ações ativos apenas 20 existem há mais de 20 anos.

Quando analisamos o universo dos fundos cancelados, o principal destaque está na alta taxa de mortalidade na indústria de fundos de ações no Brasil. Destes fundos inativos, historicamente, 72% não ultrapassam a barreira de apenas 5 anos de atividade, ou seja, a maioria esmagadora dos fundos encerram suas atividades antes de concluírem esta janela de tempo. Quando extrapolamos o horizonte para 10 anos, observamos que 92% dos fundos de ações no Brasil não alcançam este resultado, terminando suas atividades antes deste prazo.

Os números apresentados acima são bastante conhecidos, porém como determinar a relação desta alta mortalidade com a distorção na alocação de *capacity* da indústria?

Efetivamente existem situações de interrupção de atividade de fundos e/ou gestoras por disputas societárias ou saída de pessoas chaves da gestão. Porém, é inquestionável a preponderância de descontinuidade das operações por incapacidade de gerar receitas suficiente para

remunerar a equipe de gestão e a estrutura de *backoffice* mínima exigida pelos reguladores e distribuidores.

Em uma matéria muito interessante no Valor Econômico, “Taxa de mortalidade de fundo multimercado chega a 65%”, publicada em setembro/2021, mostra dados muito parecidos para mortalidade de fundos multimercados. A análise, porém, associa este fenômeno ao problema da baixa performance das casas em determinados períodos. De fato, esta é a conclusão mais aceita pelos agentes que consideram natural este processo darwinista de sobrevivência do mais forte.

Certamente o foco em resultados de curto prazo explica boa parte da mortalidade. Mas será esse um processo que tem sido eficaz para seleção dos melhores fundos? Na nossa opinião, não. Todos os grandes investidores que conhecemos tiveram períodos de baixa performance, sem exceção. Nossa percepção é que a alta mortalidade observada apenas reforça o ceticismo em relação a gestão ativa e a popularidade dos fundos passivos de baixo custo.

Nossa hipótese é de que a estrutura do sistema de distribuição de fundos tem vieses que acentuam os problemas cognitivos dos indivíduos e explica boa parte desse fenômeno. Para o sistema, o enfoque em produtos populares simplifica o *marketing* e otimiza o esforço comercial. O trabalho mais qualificado na ponta exige mais investimento em pessoal e infraestrutura que reduzem a rentabilidade da operação. Colocar o *capacity* do fundo como limitador da distribuição torna o processo mais caro e complexo.

Neste contexto, gestores muitas vezes preferem atuar acima da escala ótima de seu *capacity*, mesmo com o risco de frustrar parte desses investidores que tem expectativas desalinhadas, pois a alternativa é não participar deste mercado.

Assim, temos excesso de operações frágeis (em oposição as organizações Antifrágéis de Nassim Taleb), com estruturas de custo elevadas, pelo padrão Faria Lima de sofisticação, e baixo alinhamento entre investidores e gestores, que no final das contas, determinam o encerramento precoce de equipes que eventualmente entregariam bons retornos se tivessem a chance de executar seu plano de trabalho.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o mês de setembro foi marcado por visão mais *hawkish* do lado do Federal Reserve em reação à surpresa dos dados inflacionários vindo dos EUA. A visão do mercado é de que o ciclo de aperto monetário deve elevar a taxa do *fed fund rates* entre 4,50% ~ 4,75% ao longo de 2023.

Com a inflação ao consumidor de 8,3% em agosto e seu núcleo em 6,3%, o Fed mudou a chave moderada da política monetária, que estava vigente até o primeiro semestre, aposentou a retórica de que as pressões inflacionárias eram temporárias e preparou uma bateria de elevações dos juros até que a inflação demonstre, sem margem a dúvidas, segundo Jerome Powell, presidente do Fed, que fez o caminho de volta para a meta de 2%.

A China realizou o 20º Congresso do Partido Chinês no dia 16 de outubro. Espera-se que Xi Jinping consiga um feito histórico e seja reconduzido para o seu terceiro mandato a frente do gigante asiático como presidente. Há uma ampla discussão se, após esse período, o governo estaria disposto a flexibilizar sua política de Covid Zero. No curto prazo, o momento de incerteza prevalece na China.

A Europa segue em um contexto sem direcionamentos para retomada do crescimento e nova sustentação a suas moedas. O Banco da Inglaterra (BoE) decidiu elevar a taxa de juros em 0,75 ponto percentual, apresentando um cenário de maior preocupação ao futuro econômico da Europa. Tal feito, levou o mercado a precificar uma taxa de pico no ciclo de aperto monetário em 3%. Colocando em conta o período de crise de energia e o baixo diferencial de juros em relação ao dólar americano, espera-se que a moeda europeia permaneça desvalorizada por um maior período. Depois de algumas sessões marcadas pelo forte mau humor dos investidores, desencadeado pelo anúncio do programa de cortes de impostos do governo britânico, o Banco da Inglaterra (BoE) decidiu intervir e anunciou que comprará títulos soberanos de 20 anos ou mais para tentar “restaurar a ordem das condições do mercado”.

O presidente da Rússia, Vladimir Putin, ordenou a realização da primeira mobilização de reservistas no país desde a Segunda Guerra Mundial. A medida chocou a população e foi descrita pelos países ocidentais como “ato de desespero” diante de uma “guerra perdida”. Putin fez o anúncio em discurso transmitido pela TV, divulgou medidas para anexar faixas da Ucrânia e ameaçou usar armas nucleares para defender a Rússia. Para especialistas, convocar uma mobilização talvez seja a medida política mais arriscada no plano interno já tomada por Putin em 20 anos no poder, após prometer que não faria isso.

O S&P 500 apresentou desvalorização neste mês em -9,34%, no ano o resultado acumulado é de -24,77%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho de -10,50% no mês. No ano, o Nasdaq amarga uma queda acumulada de -32,40%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou desvalorização neste último mês em -5,55% e mantém desempenho negativo no ano de -16,91%.

No câmbio, o Real se desvalorizou frente ao Dólar na ordem de -4,48% no mês, encerrando a cotação em R\$ 5,4154/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta apreciação de 2,79%.

Nacional

No cenário doméstico, o Brasil tem sido uma das poucas economias que vêm surpreendendo com bons dados econômicos (tanto de crescimento, quanto de controle inflacionário). Neste sentido, o Comitê de Política Monetária (Copom) do BC interrompeu o maior ciclo de elevação da taxa básica de juros em 23 anos, mantendo a Selic em 13,75% ao ano, mesmo patamar da reunião de julho, mas muito distante dos 2% ostentados em março de 2021. Mais do que isso, os cortes nos juros devem demorar a começar. Poucas horas antes, o comitê de política monetária do Fed havia elevado a taxa de referência americana em 0,75 ponto percentual, para o intervalo entre 3% e 3,25% ao ano.

O comunicado do Copom afirmou que “o ambiente externo mantém-se adverso e volátil, com contínuas revisões negativas para o crescimento das principais economias”. Já “o ambiente inflacionário segue pressionado, enquanto o processo de normalização da política monetária nos países avançados prossegue na direção de taxas restritivas”. O BC citou, entre os fatores que podem levar a inflação no Brasil para patamar mais elevado do que o projetado, “uma maior persistência das pressões inflacionárias globais”. Mas destacou, em sentido oposto, que “uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada” pode fazer com que a trajetória de preços fique abaixo do calculado.

A última ata do Copom divulgada reforça o tom de cautela do Banco Central em relação aos próximos passos e deixou indefinido como será a discussão de queda de juros. Por outro lado, o Copom reconhece que o aumento dos juros ao longo do ciclo foi significativo e a defasagem está mais longa, ou seja, a economia ainda vai sentir o impacto da restrição da política monetária, por isso a importância da pausa nesse momento. Além disso, o cenário externo agora é benigno, com a queda mais forte das commodities no mercado internacional, além do esperado, e o aperto monetário simultâneo nas economias desenvolvidas, que deve manter a demanda global contida, contribuindo para uma menor pressão inflacionária de bens.

A queda de 0,37% registrada em setembro pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo 15 (IPCA-15) foi o recuo mais acentuado para o mês desde 1998, quando tinha caído 0,44%, segundo os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em agosto de 2022, o IPCA-15 havia recuado 0,73%. O resultado de setembro de 2022 fez a taxa acumulada em 12 meses passar de 9,60% em agosto para 7,96%, a mais baixa desde maio de 2021, quando estava em 7,27%

O mercado de trabalho brasileiro teve a abertura de 278.639 vagas de emprego com carteira assinada em agosto, segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged). O indicador foi divulgado nesta quinta-feira, 29, pelo Ministério do Trabalho. O resultado veio acima da expectativa do mercado, que apontava para a criação líquida de 270 mil. Economistas divergem sobre a sustentabilidade do crescimento econômico necessário para manter o ritmo, embora concordem que os números do mês passado ainda reflitam um momento de aquecimento na geração de postos de trabalho

A divulgação do IBC-Br que surpreendeu positivamente o mercado, que já passa a projetar um 3º trimestre com uma menor desaceleração da economia. O indicador é considerado uma “prévia do PIB” e subiu 1,17% em julho. O resultado bem acima do esperado colocou viés de alta para o desempenho da economia brasileira no terceiro trimestre

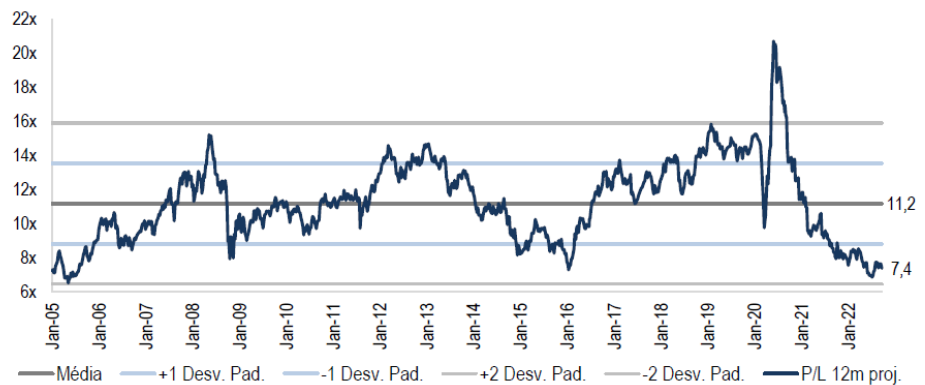
Os dados positivos fizeram com que a área econômica reforçasse estimativas positivas e agora projeta alta de 2,7% no PIB. A revisão para cima da estimativa de crescimento este ano, de 2% para 2,7%, se deve principalmente ao resultado do Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre, informa o Boletim MacroFiscal, divulgado pelo Ministério da Economia. O crescimento de 1,2% na margem veio superior ao estimado. Os indicadores já divulgados do terceiro trimestre apontam para tendência positiva, diz ainda a nota. A alta foi influenciada também pelas projeções do emprego, do desempenho do setor de serviços e da elevação da taxa de investimento.

O ritmo do crescimento da economia tem surpreendido a todos, inclusive o Ministério da Economia, disse o chefe da Assessoria Especial de Estudos Econômicos, Rogério Boueri. Os analistas de mercado, que começaram o ano com uma projeção mediana de 0,3%, já estão esperando 2,39%, com viés de alta.

No cenário político local, a disputa pela presidência da república foi postergada para o segundo turno, a ser definido no dia 30 de outubro, entre Jair Bolsonaro e Luiz Inácio Lula da Silva. A diferença entre os dois presidenciáveis no resultado do primeiro turno acabou sendo significativamente inferior ao divulgado pelas principais casas de pesquisas eleitorais. No mais, o principal resultado que podemos extrair deste primeiro resultado, foi a concentração considerável de partidos de direita ou centro-direita controlando as cadeiras do Senado (63%) e as posições na Câmara (58,5%).

O índice IRF-M apresentou valorização de 1,40% no mês (no ano, o resultado é de 6,96%). O IMA-B entregou valorização de 1,48% no mês e resultado de 6,12% no ano. O índice IMA-B, especialmente, respondeu a percepção de menor risco fiscal e uma perspectiva de estabilização do aperto monetário, refletidos no mercado de juros. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de agosto negociando a taxa de IPCA+5,72%.

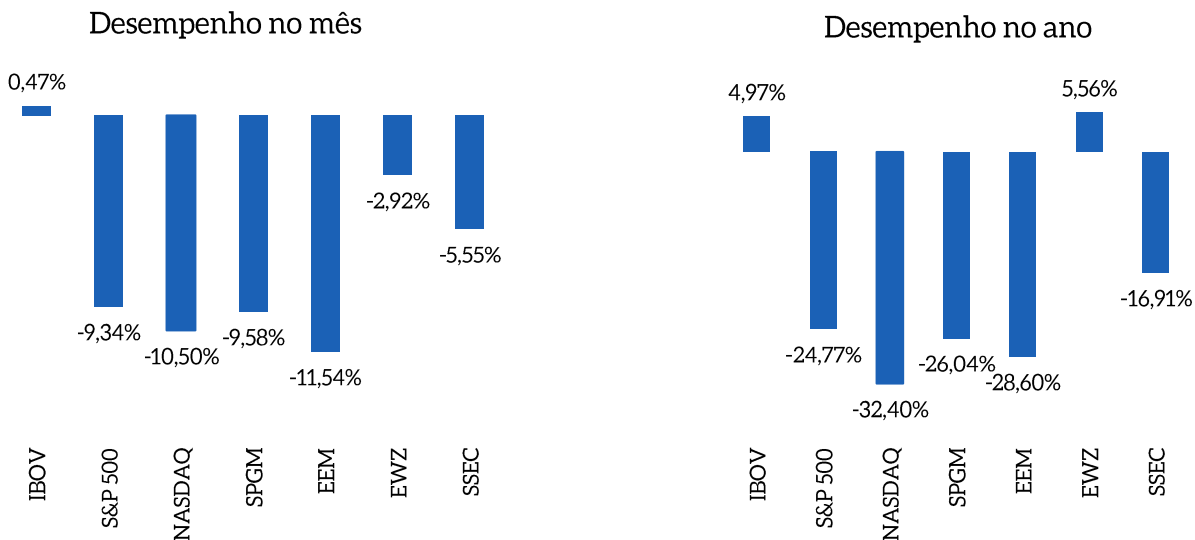
O índice Ibovespa teve um mês de leve alta, valorizando 0,47% e encerrando a cotação de 110.037 pontos. No ano, o desempenho da bolsa brasileira é de 4,97%. Em renda variável, mantemos nossa perspectiva de oportunidade para as ações brasileiras. Em pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 7,4x (dessa forma, uma expectativa de retorno potencial, no longo prazo, de IPCA+13,51%).



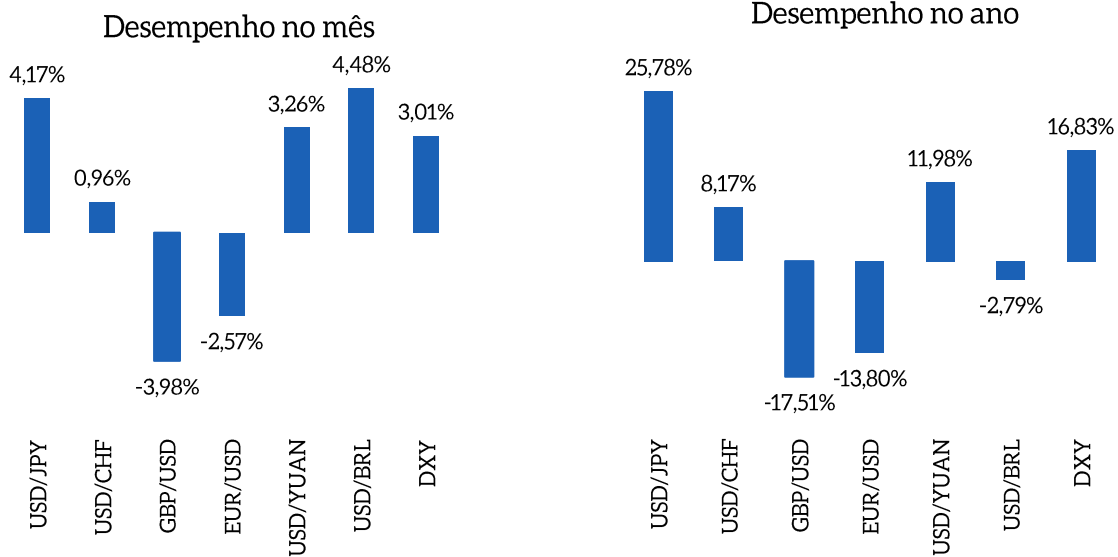
3

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

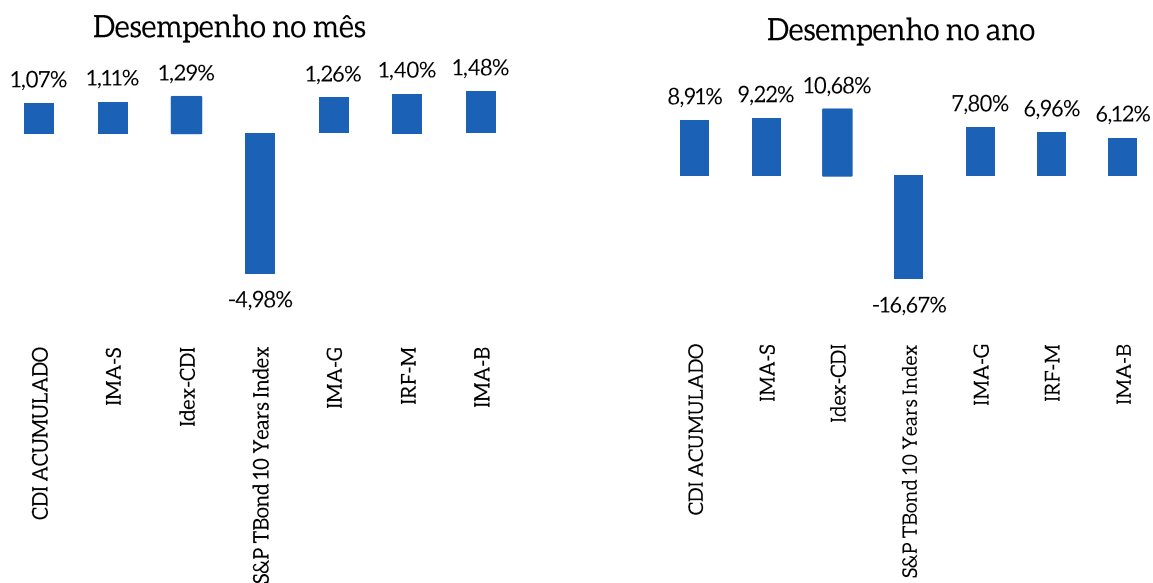
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

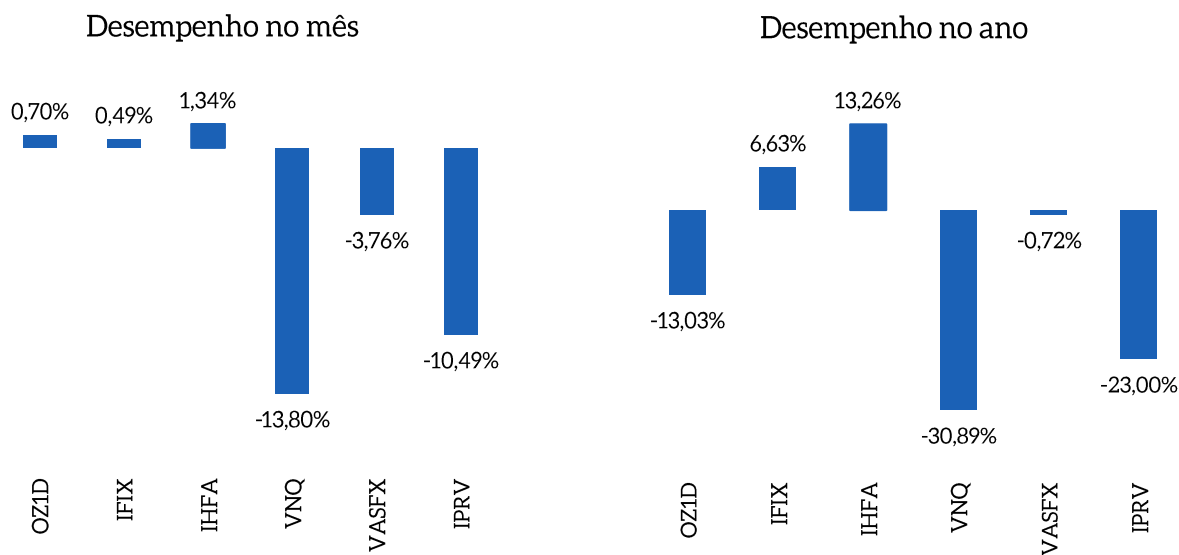
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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 prefixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- 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

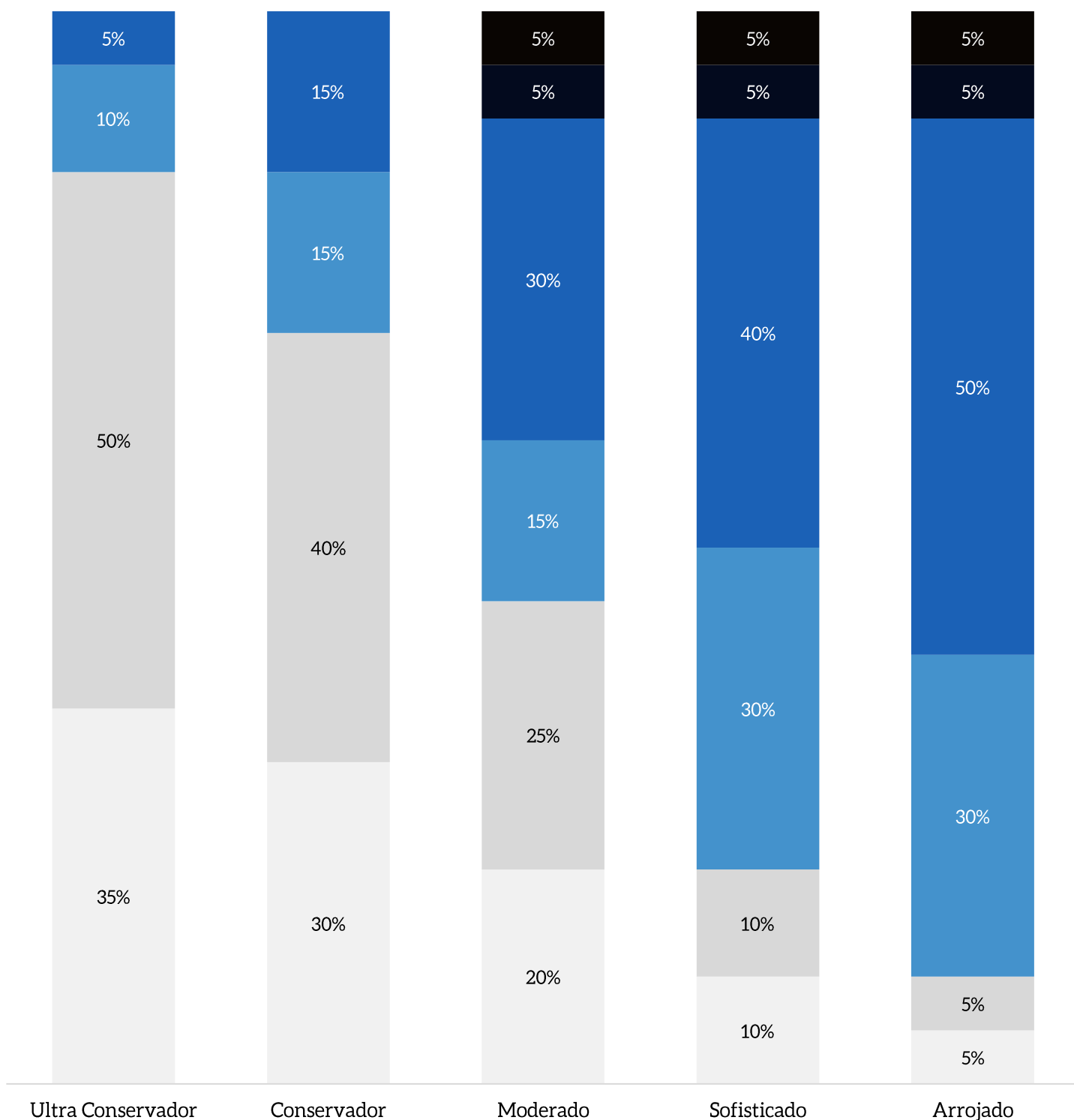
- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

■ Selic ■ Crédito Privado Pós ■ IPCA ■ Renda Variável ■ Offshore ■ Alternativo

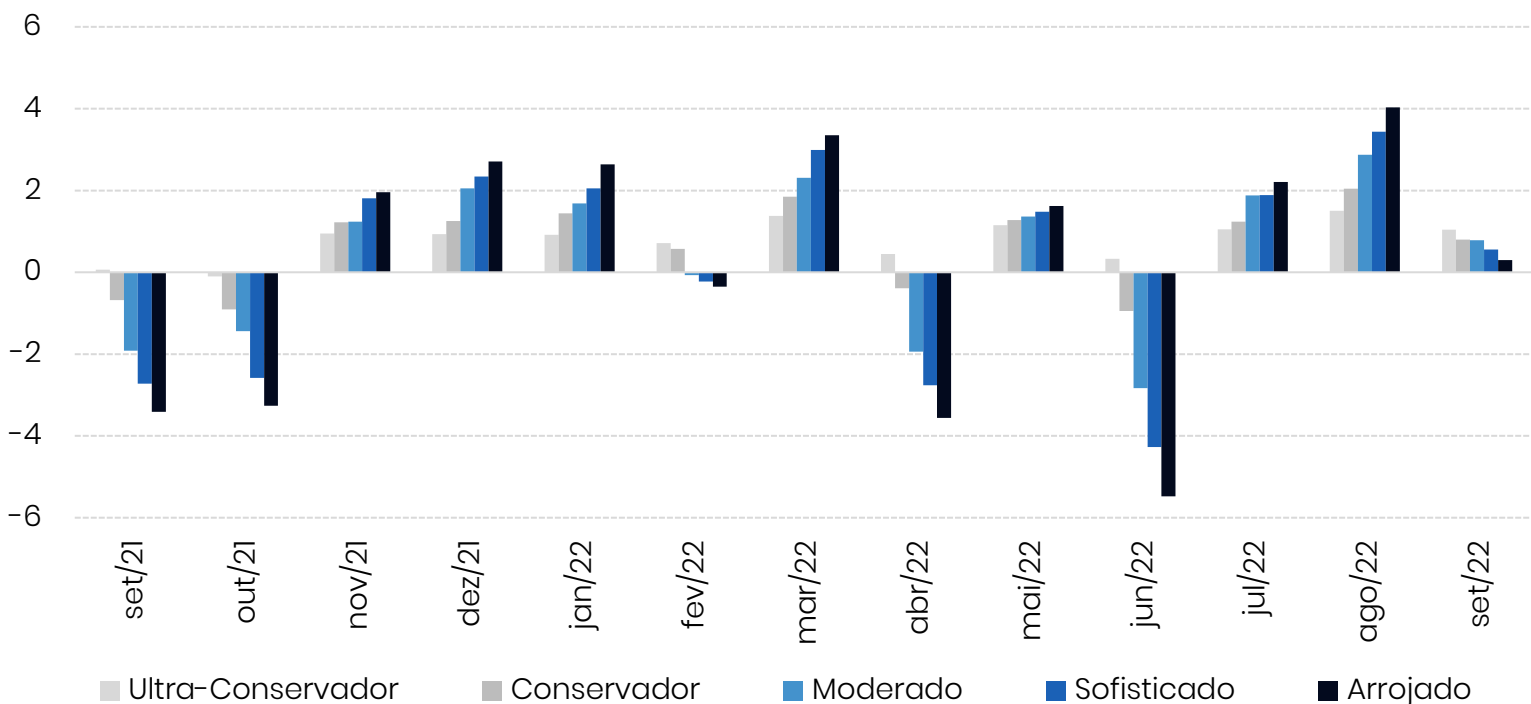
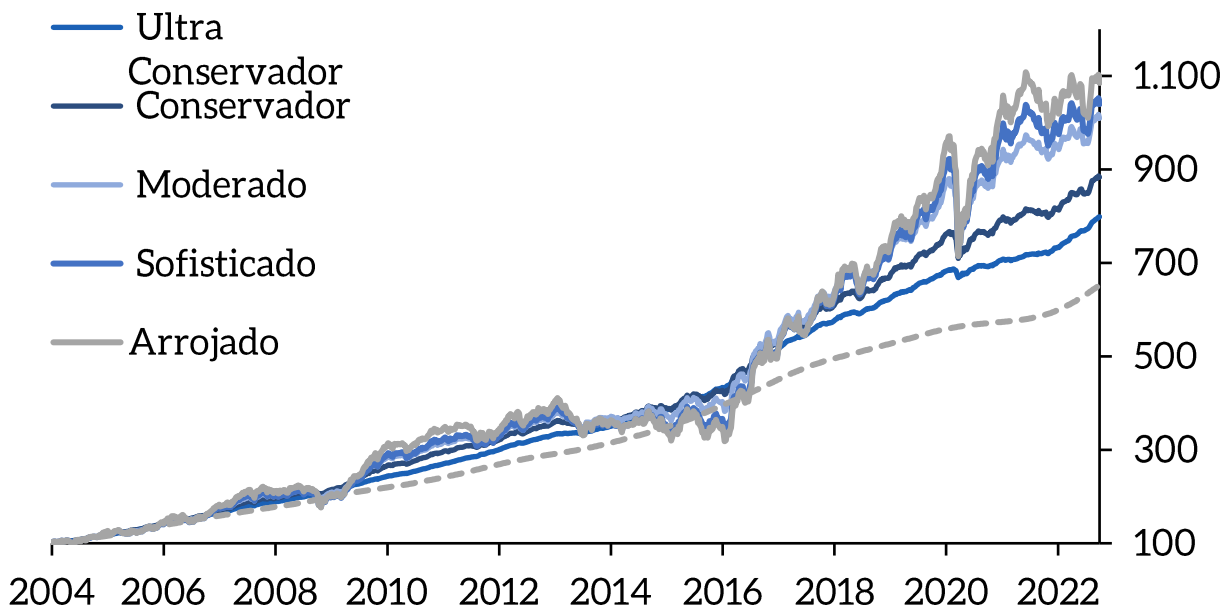


ESTATÍSTICA

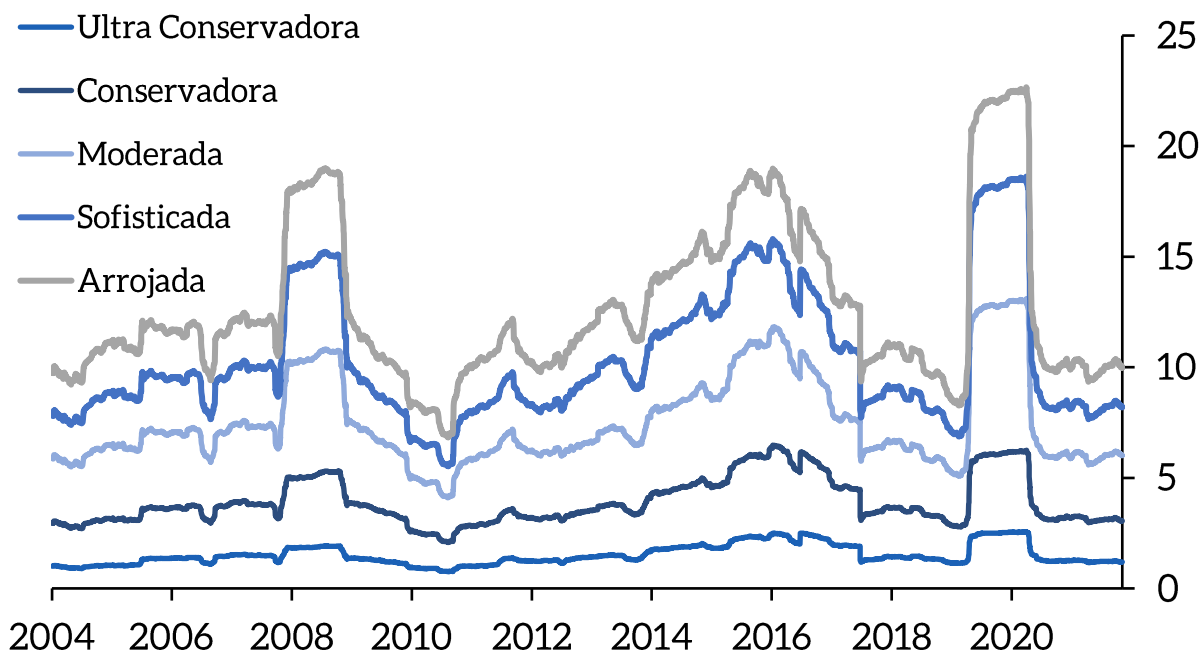
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	9,52%	1,04%	8,85%	10,79%	15,39%	19,98%	40,95%
Conservador	11,42%	0,80%	8,12%	9,79%	16,24%	21,49%	47,12%
Moderado	14,62%	0,78%	6,03%	7,97%	17,19%	26,44%	61,31%
Sofisticado	16,80%	0,56%	4,98%	6,55%	17,75%	26,95%	69,49%
Arrojado	18,39%	0,30%	4,43%	5,80%	18,81%	28,39%	75,00%
CDI	7,75%	1,07%	8,91%	10,93%	14,26%	18,31%	34,10%
IBOVESPA	15,06%	0,47%	4,97%	-0,85%	16,31%	5,05%	48,11%
	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	18	0	21,08%	3,05%	2,83%	-1,62%	1,19%
Conservador	18	0	29,50%	0,96%	5,43%	-4,53%	3,04%
Moderado	17	1	43,97%	-3,79%	9,18%	-9,15%	6,01%
Sofisticado	15	3	55,44%	-10,56%	12,24%	-13,00%	8,19%
Arrojado	14	4	65,31%	-14,34%	14,71%	-15,78%	9,98%

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.