

Comentários do Gestor

Abril de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA®
Diretor de Investimentos

Alexandre Brito, CGA
Analista de Investimentos



Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de +11,21% em março/2020 contra +10,25% do Ibovespa, representando um prêmio sobre o índice de mercado de +0,96%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de -6,79% e o Ibovespa -16,45% (prêmio de +9,66% sobre a bolsa).

Durante o mês de abril, tivemos vários momentos de interação com investidores, agentes de investimentos, consultores e distribuidores, por meio dos mais variados canais – que tanto se expandiram nestes momentos que vivemos – como YouTube, Instagram, Hangout, entre outros. Estas novas experiências de comunicação têm se mostrado bastante úteis nestes momentos de alta ansiedade provocada pela pandemia e suas repercussões econômicas. A pergunta recorrente que recebemos, após o desastre do mês de março, foi sobre o tão aguardado “fundo do poço”.

Em uma circular voltada para profissionais de gestão de investimentos, escrita em março de 2009, uma das nossas principais referências no mundo do Value Investing, Seth Klarman, descreveu como deveríamos encarar a crise de 2008 e perspectiva de recuperação:

Seth Klarman – Outstanding
Investor Digest –
março/2009

—
“Investidores hoje, que estão tentados a cair fora do mercado e esperar por mais ‘sinais de clareza’, devem ser bem aconselhados a lembrarem do conselho de Graham e Dodd que escreveram em

3 Finacap Mauritsstad FIA

1934: *‘Devemos combater a convicção disseminada de que o debacle financeiro continuará a ser o cenário permanente’. Se eles puderam dizer isto, devo reafirmar o mesmo agora.*”

—

Sabemos que não é fácil investir, ou mesmo manter o investimento, quando as notícias são catastróficas, as cotações estão caindo e é impossível saber com precisão quando chegará o “fundo do poço”. Mas, esta é exatamente a melhor recomendação que poderíamos dar aos investidores, esta deve ser a maior aspiração de um investidor. Para tanto, a visão de longo prazo é crucial.

—

Bruce Greenwald – Value
Investing With Legends –
Columbia Business School –
Dezembro/2019

“Investir é uma maratona não uma corrida de 100 metros rasos.”

—

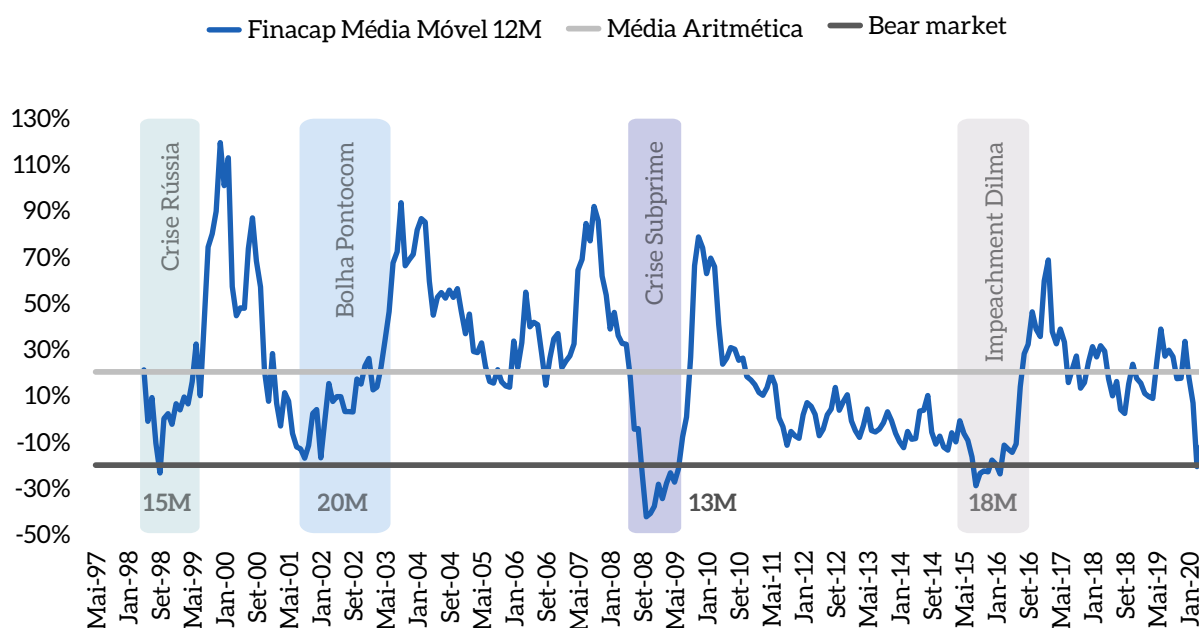
No mês de março se configurou um cenário clássico de *crash* como visto várias vezes ao longo da história dos mercados de capitais. Nestes momentos a preocupação do gestor é sempre de tomar ações que mitiguem o risco de perdas permanentes e garantam a preservação do patrimônio dos cotistas. Em nossa carta do mês passado, procuramos descrever justamente as medidas que tomamos neste sentido, não apenas na gestão do risco do portfólio, mas também no aspecto operacional que muitas vezes, numa situação de pânico nos mercados, pode ser o principal problema para uma operação de gestão de fundos.

Em abril, começamos a ver um comportamento típico de recuperação dos preços dos ativos em relação aos piores momentos do mês anterior. Sempre que possível procuramos enfatizar a

4 Finacap Mauritsstad FIA

importância da nossa experiência de mais de 22 anos no mercado de ações brasileiro. O que vimos acontecer de forma recorrente ao longo dos anos é que após grandes quedas, como a que vimos em março, é seguida por uma recuperação significativa por mais improvável que possa parecer para todos nós que estamos vivenciando o auge da crise. O gráfico abaixo mostra uma série com o retorno dos últimos 12 meses de todo o histórico de gestão em ações da Finacap¹. Nele, destacamos o comportamento da cota da nossa carteira durante as principais crises que vivenciamos. Definimos como os momentos de crise aguda aquelas em que o retorno de 12 meses apresentou queda de mais 20%.

Em uma análise estatística desses dados, podemos observar que nas últimas 4 grandes crises, a recuperação média (entre o vale até o pico) levou menos de 17 meses, apresentando desvalorização média no vale de -28% e no pico um retorno médio em 12 meses de 90%.



¹O gráfico representa desempenho da cota do fundo Finacap FIA até 28/02/2020. Após esta data, por causa do encerramento deste fundo, o desempenho registrado é do fundo sucessor Finacap Mauritsstad FIA.

Petróleo e Gás

Um dos principais gatilhos que disseminou o pânico no mês de março foi o choque de oferta provocado pela disputa entre Arábia Saudita e Rússia, que no cenário de demanda retraída pelo fechamento global das economias com a pandemia do Covid19, levou ao derretimento das cotações do petróleo em velocidade poucas vezes vista.

A última reunião da OPEP+, trouxe boas notícias, com produtoras de petróleo se entendendo para efetuar cortes nos níveis de produção nos próximos meses à frente. Infelizmente essa mudança de cenário ocorreu apenas após eventos impensáveis de cotação negativa nos mercados futuros da commodity.

Em 21 de abril, um contrato futuro que é negociado nos EUA (conhecido por WTI) chegou a atingir o mínimo de cotação em -US\$ 40,32/barril (valores negativos).

O aumento da oferta, principalmente pela Arábia Saudita, aliado a queda abrupta na demanda, provocou esgotamento da capacidade de armazenagem global. Nos EUA, regiões próximas das áreas produtoras do óleo de xisto, simplesmente não conseguiram mais escoar a produção destes poços que já são os maiores produtores mundiais da commodity.

Os titulares de contratos futuros de compra com vencimento em maio tiveram que pagar para não serem obrigados a receber o ativo físico e dar destino para esses barris.

Cerca de 30% do petróleo produzido pela Petrobras é destinado a exportação - dos quais praticamente 50% é direcionado para o mercado chinês. A cotação de referência para esta produção, chamada de Brent, poucas vezes ficou abaixo do preço de equilí-

brio do pré-sal de US\$ 20/barril. Além disso, o petróleo extraído das áreas de Campos e Santos é de alta qualidade por possuir baixo teor de enxofre em sua composição. Em abril a empresa atingiu a marca recorde de exportação de 1 milhão de barris por dia.

Pelas informações que temos, mantendo-se a tendência atual, o mundo deveria atingir o limite de capacidade de estocagem em junho. Com essa perspectiva, as principais regiões produtoras já começaram a agir, reduzindo a produção, especialmente aquela cujo custo está acima das cotações atuais. A capacidade global de estocagem é de aproximadamente 9 bilhões de barris. Ao final de abril, em torno de 85% da capacidade global estava utilizada. Atualmente a disponibilidade de estocagem está em torno de 1,6 bilhões de barris, dividido em: 70% nos EUA, 22% na China, 1,6% no resto do mundo e 6,4% em navios *tankers*.

Analistas que consultamos estimam que apenas cerca de 27% da produção global se mantém viável com a cotação abaixo de US\$ 50. Países da OPEP – que representam 28% do suprimento global – tem seu *break even*, na média, em US\$ 65, especialmente por conta da dependência fiscal por parte destes governos das receitas atreladas a venda da commodity. A ação racional esperada por parte destes países da organização será no sentido de estabilizar a cotação em torno de seus níveis de equilíbrio.

Em relação às petroleiras, entendemos que as companhias que estão mais protegidas neste momento são aquelas que: (i) tem acesso a um robusto mercado doméstico, ou seja, que não possuem alta dependência de mercados externos; (ii) detenham produtos de maior qualidade e de baixo teor de enxofre; (iii) possuam boa estrutura de custo de produção; (iv) balanços equilibrados, bom nível de liquidez e com acesso aos mercados de capitais.

Entendemos que a Petrobras atende aos 4 pontos elencados, e é negociada com 50% de desconto em relação a seus pares.

Bancos

Para o segmento bancário, o Banco Itaú segue como nossa principal posição por meio da holding Itaúsa. O banco apresentou lucro no 1º trimestre do ano de R\$ 3,9 bi o que representou uma queda de 43% relacionada com o 1º trimestre do ano passado. Boa parte do resultado veio por um aumento significativo das provisões. No 4º trimestre de 2019, o valor lançado para provisões era de R\$ 6,1 bilhões. Neste 1º trimestre de 2020, o Banco aumentou estas despesas para R\$ 10,4 bilhões – representando o maior aumento dentre os grandes bancos nacionais.

Estas despesas extraordinárias aliada as medidas impostas pelo BACEN que impõem limites a distribuição de dividendos, certamente reduzirão os dividendos pagos aos acionistas em 2020. Se o nível de provisões estimado pelo Banco estiver adequado, entretanto, acreditamos que em 2021 teremos uma boa recuperação desta remuneração.

O momento atual traz ainda mais reforço para a importância de fortes instituições financeiras para o país. Por mais que *fintechs* ainda representem uma ameaça para algumas linhas de receita dos grandes bancos, o principal insumo do sistema financeiro, que é o que realmente os diferencia, ainda é o capital. Com o nível atual de capitalização e liquidez, os grandes bancos ainda serão os principais meios de intermediação financeira nos próximos anos.

A significativa redução de participação do BNDES no crédito privado, saindo de um pico de 12,5% em 2016 para o mínimo atual de 7,5%, é um dado que indica o potencial de crescimento deste setor.

Energia Elétrica

Em relação ao setor de energia elétrica, gostaríamos de destacar uma sequência de fatos relevantes de uma das nossas companhias investidas.

A AES Tietê recebeu no dia 1º de março de 2020 uma oferta de aquisição por parte da Eneva, que a administração da companhia qualifica como hostil, e que versava sobre a combinação das duas empresas.

No modelo da sociedade proposta, os acionistas de AES Tietê receberiam uma parcela menor em dinheiro e a maior parte em ações da Eneva – que seria a empresa consolidadora da nova sociedade.

Após avaliação do relatório da diretoria da empresa, o Conselho de Administração da AES Tietê rejeitou a proposta por unanimidade.

No estudo apresentado pela administração da companhia, a proposta da Eneva subavaliava a AES Tietê e superestimava as potenciais sinergias decorrentes da combinação dos negócios, assumindo ganhos potenciais que independem da operação. Observam ainda que a precificação atual das ações favorece os acionistas daquela empresa em detrimento dos acionistas da AES Tietê.

A estratégia da Eneva procura explorar uma regra do Novo Mercado, que a companhia é aderente, que determina direito de voto igualitário para acionistas preferencialistas na assembleia que poderá decidir sobre aceitação desta oferta.

Nesta situação, o acionista controlador, a AES Corp., que detém

61% das ações ordinárias, mas apenas 24% das ações totais, perde controle da decisão pois tem menos ações que o BNDES, por exemplo, com 28% do total. Este acionista inclusive, se pronunciou indicando que esperava que uma assembleia extraordinária fosse convocada para analisar a proposta da Eneva.

A indicação da AES Corp que não iria reconhecer o voto igualitário, judicializando a questão, em conjunto com as incertezas geradas pela pandemia do Covid, provavelmente levaram a Eneva a retirar a proposta.

Essa decisão encerrou as discussões pelo momento, mas levanta questões importantes para nós como acionistas da AES Tietê. Sabemos que situações onde a participação nos direitos econômicos do acionista controlador é muito desproporcional a sua participação política (61% contra 24%), há risco elevado de governança. Nestes casos, quando há conflito entre o interesse particular do controlador e o objetivo de maximização do valor da ação, é comum observamos que o primeiro prevaleça.

No passado, fomos vítimas deste problema na Oi, onde acionistas com menos de 5% de participação no capital da companhia detinham seu controle com mais de 50% das ações ordinárias. Após 2012 esse grupo tomou decisões desastrosas com base no seu interesse particular que acabaram por levar a empresa a situação atual de recuperação judicial.

Na AES Tietê, entretanto, estamos identificando um risco inédito para nós, que é o de que acionistas não controladores também possam influenciar em decisões prejudiciais aos acionistas de longo prazo da companhia. Sabemos que vários acionistas relevantes da empresa também detêm participação na Eneva, cujas ações estão supervalorizadas em relação às da Tietê, conforme afirma a administração da companhia na análise da oferta.

Infelizmente, a jurisprudência de impedimento de voto para acionistas que tem interesse particular no tema em discussão, que tínhamos na CVM até 2010, passou a ser desconsiderada pelo regulador e certamente representa hoje o principal risco de governança no Brasil.

Transporte

Dentre o segmento de Material de Transportes, a empresa que mais contribuiu para o resultado do fundo no mês foi a Randon. A companhia apresentou valorização de 55,96% no mês de abril.

Uma das iniciativas que tivemos no início de maio, foi promover para os investidores e parceiros, uma live exclusiva que fizemos com o time de relações com investidores da companhia: Esteban Angeletti (Gerente de Finanças Corporativas e RI) e Davi Bachichette (Especialista de RI). A experiência foi bastante interessante pois proporcionou mais uma forma de comunicação com nossos investidores, que são os verdadeiros donos destas participações.

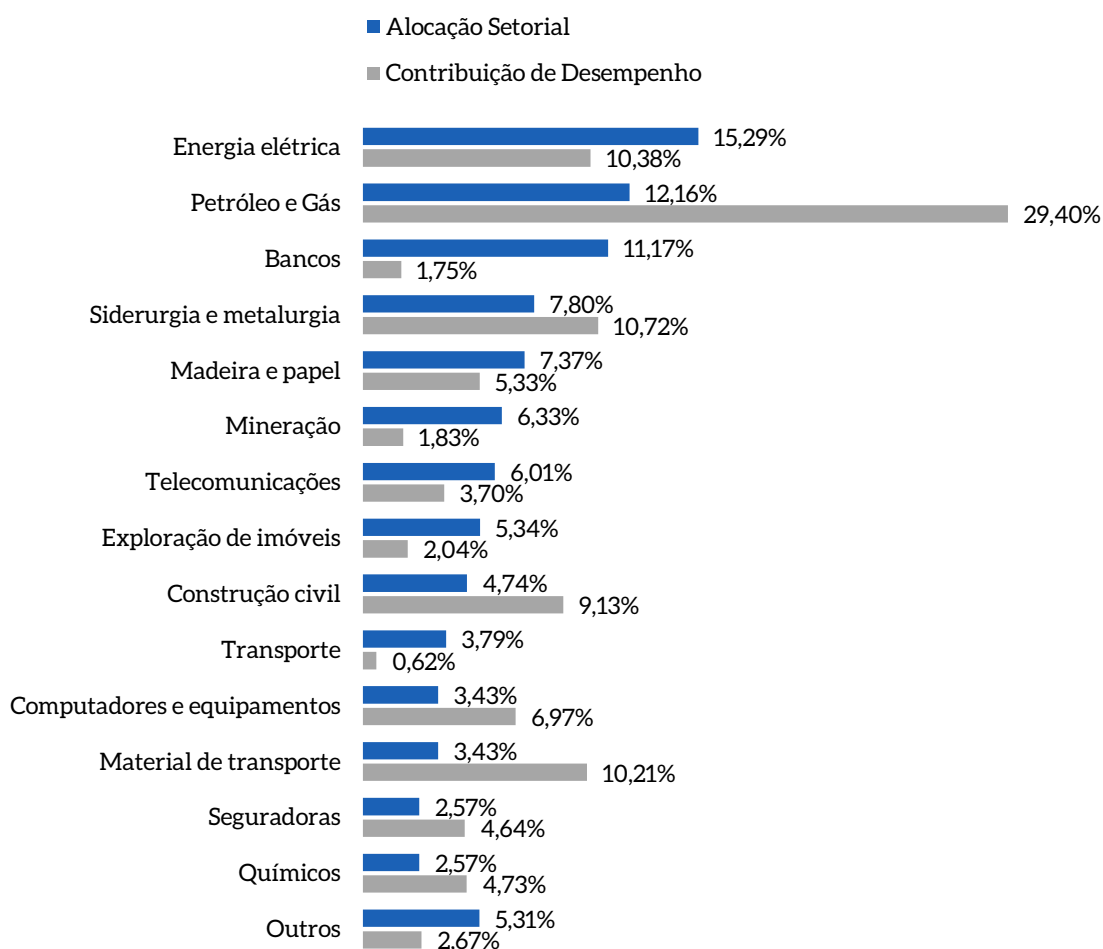
A Randon apresenta uma boa posição de caixa e baixa alavancagem, além de um perfil alongado de dívida com apenas uma pequena parcela em dólar, fato que não deve gerar problemas de liquidez para companhia. Observamos um crescimento consistente de lucro há 3 exercícios anuais consecutivos, refletindo a retomada da economia no país e, apesar do impacto recente, a trajetória e prospectos para o longo prazo são extremamente promissores.

O principal fator de crescimento da Randon se concentra na demanda por caminhões no agronegócio. Sua receita apresenta uma alta correlação com a produção de veículos pesados no país, que apesar do momento, encontra-se num patamar bem abaixo

de níveis históricos, o que sugere um grande crescimento de demanda por implementos rodoviários nos próximos anos.

A companhia, vêm aumentando consistentemente sua participação de mercado no setor de autopeças, com as aquisições que realizou nos últimos anos. Além da sua atividade principal de produção de semirreboques, a companhia vem ao longo dos anos investindo em setores relacionados de peças de reposição, como pastilhas de freio, sistemas de suspensão, entre outros. Esse posicionamento estratégico tem se mostrado bastante eficaz na medida que diminui os efeitos cíclicos da demanda por reboques e semi-reboques.

Atribuição de Performance





Finacap FIM

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em abril/2020 de 1,24% contra 0,28% do CDI, representando um prêmio de 442,86% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 2,58% contra 5,19% do CDI. A contribuição no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (0,16%), Pós Fixado Crédito Privado (0,39%), IPCA Soberano (0,26%), IPCA Crédito Privado (-0,15%), Ações (0,80%) e Pré Fixado (0,04%).

Em relação às posições de Crédito Privado, no consolidado, a carteira dessa estratégia apresentou uma contribuição positiva para o fundo de +0,24%, ou 19% do retorno total do fundo no mês. A exposição total nesta estratégia é de 34,54% do patrimônio líquido do fundo.

O mês de abril ficou marcado pela recuperação da maioria dos títulos de crédito pós fixados – que foram uma das principais classes de ativos que surpreenderam por sua desvalorização atípica em março. Os investimentos em papéis de crédito privado atrelados a IPCA, os quais são negociados através de uma taxa de juros pré-fixada mais a variação da inflação oficial do período, foram justamente uma das classes de ativos que tiveram a menor variação negativa em relação aos pós fixados, em março. Acreditamos que esta precificação ainda está muito influenciada pelo fluxo de resgates dos fundos de crédito privado que tem pressionado as taxas desta classe de ativo, sem muita relação com os fundamentos de risco de cada emissor.

Podemos observar diminuição no nível de *stress* no mercado de crédito, especialmente por medidas implantadas que promoveram liquidez aos agentes que vinham se posicionando de forma bastante vendedora.

Ainda não verificamos deterioração na saúde financeira das empresas em que temos exposição de crédito. É certo que haverá forte *stress* em vários setores da economia, com perdas inevitáveis nos setores mais afetados como varejo, turismo e transporte aéreo. Nossa estratégia nestes investimentos sempre privilegiou setores de infraestrutura com fluxos de caixa estáveis e previsíveis.

A estratégia em renda variável foi a principal contribuição para o desempenho no mês, atingindo 8,20% de exposição na estratégia global 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.

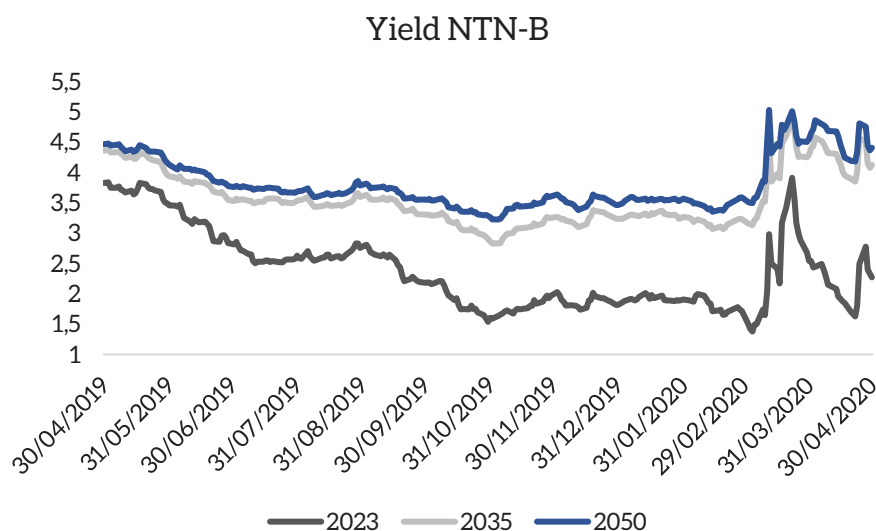
Logo no início de maio, houve a nova decisão unânime do Copom de reduzir a taxa Selic em 0,75 p.p. levando a taxa básica de juros ao patamar de 3,00% a.a. Destacamos o trecho que identifica “saída de capitais significativamente superior à de episódios anteriores” e que “a contração da atividade econômica será significativamente superior à prevista na última reunião do Copom”.

No cenário híbrido com a taxa de juros extraída da pesquisa do boletim Focus e um câmbio constante na ordem de R\$ 5,55/US\$, as projeções para inflação ficam em 2,4% para 2020 e 3,4% para 2021. Neste cenário assume-se a Selic no fim de 2020 em 2,75% e subindo para 3,75% em 2021. Mostrando que as projeções para os

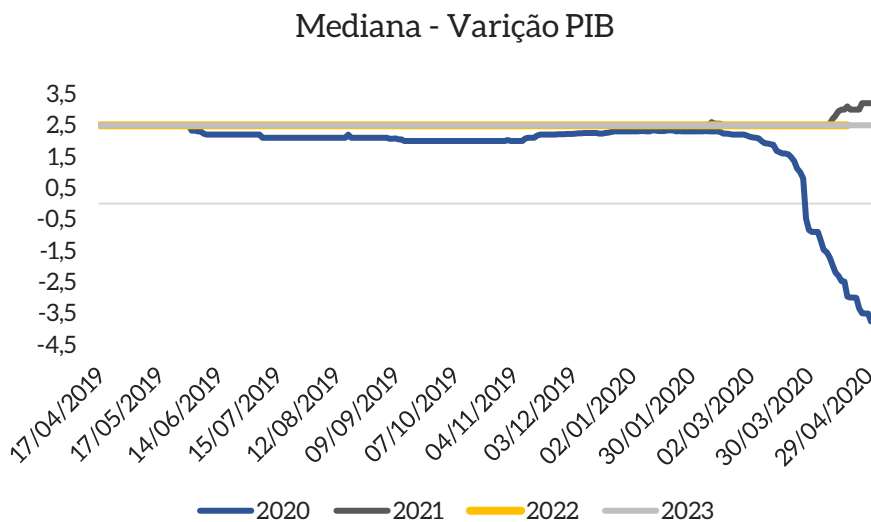
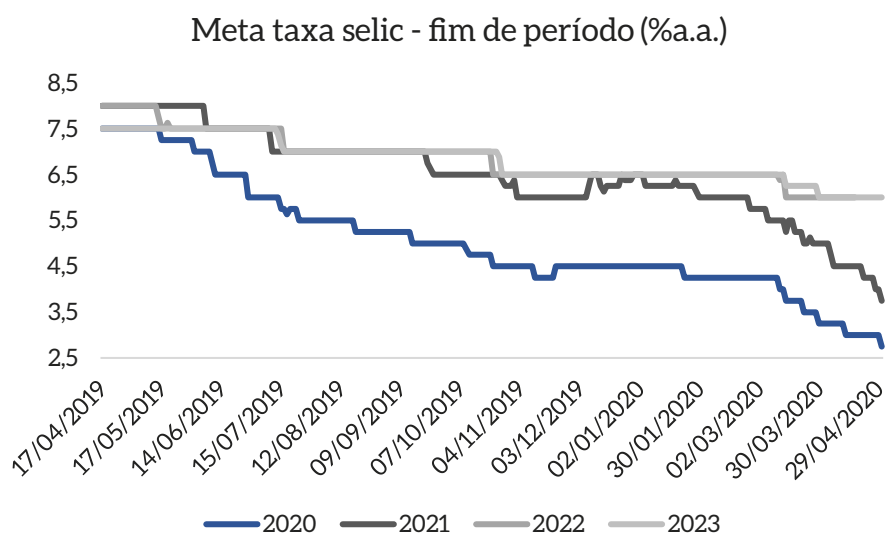
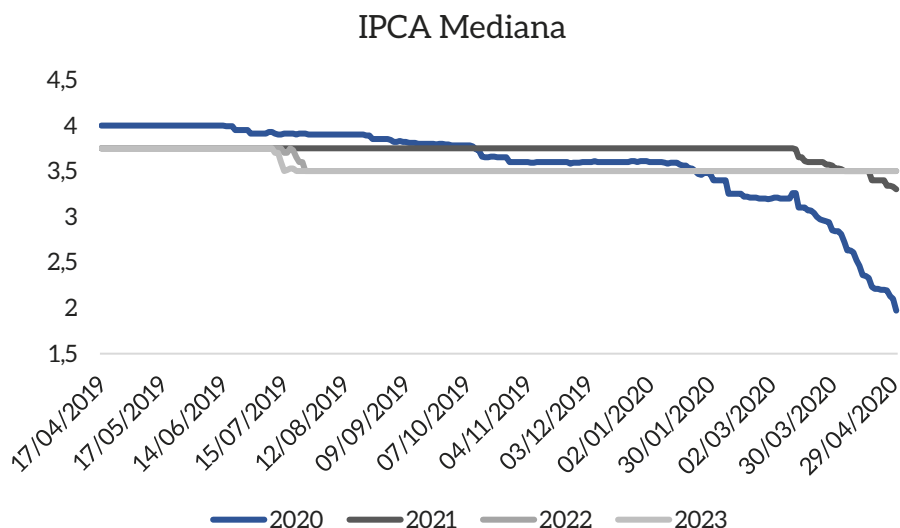
juros no futuro reduziram-se desde a última reunião e, mesmo com a maior depreciação da moeda brasileira frente ao dólar americano, a inflação mantém-se em patamar baixo.

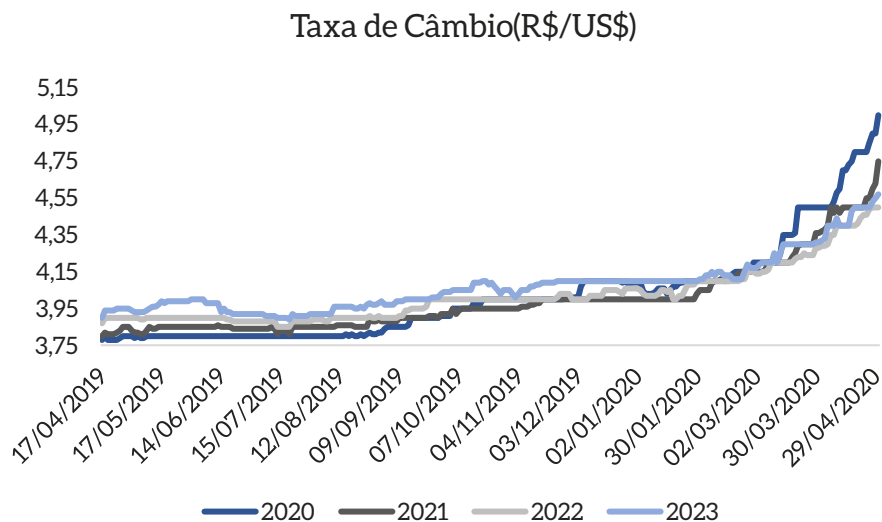
Ademais, vale frisar que o colegiado “considera um último ajuste, não maior do que o atual, para complementar o grau de estímulo necessário como reação às consequências econômicas da pandemia da Covid-19”. A nossa ver esse pronunciamento do comitê abre espaço para mais um corte nos juros na próxima reunião a ser realizada ordinariamente em 17 de junho.

A valorização nos títulos NTN-B, especialmente os de vencimento longo (2045/2050) e em menor proporção as de vencimento curto (2023), advém de um movimento de fechamento dos prêmios pagos pelos títulos do Tesouro atrelados ao IPCA, os quais podem ser observados nos gráficos abaixo, que mostram a queda recente dos yields atrelados a estes títulos.

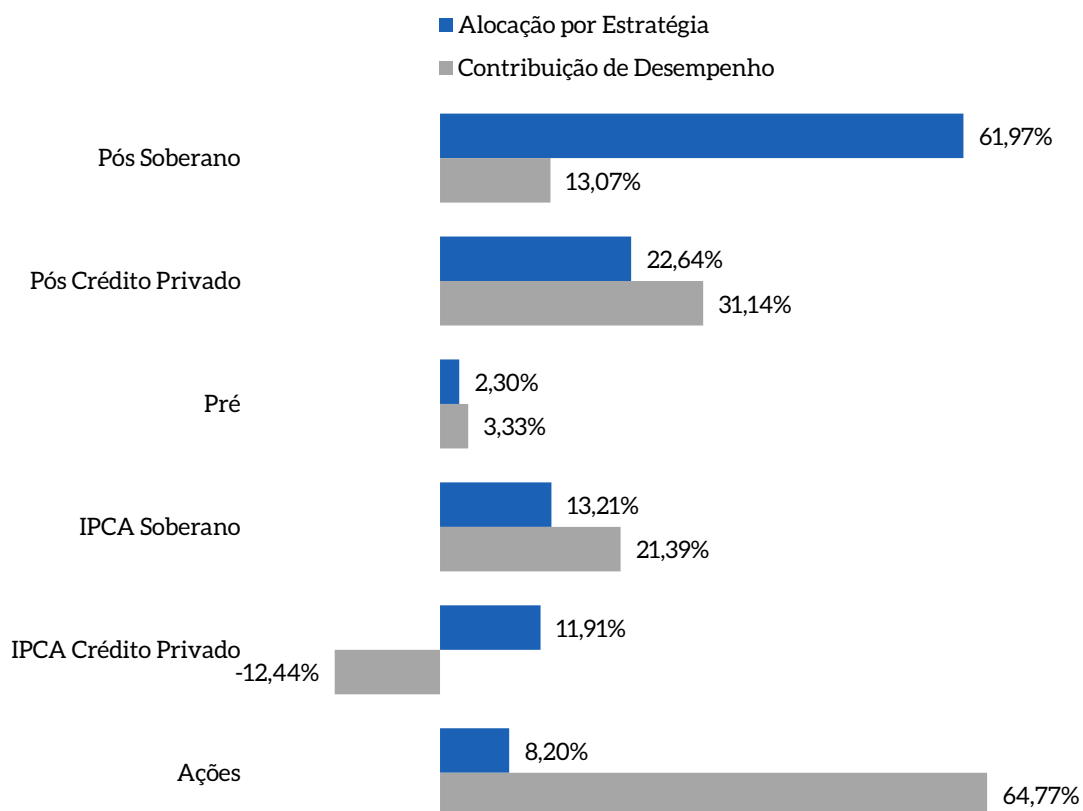


Por fim, dispomos abaixo as principais métricas divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil.





Atribuição de Performance



70

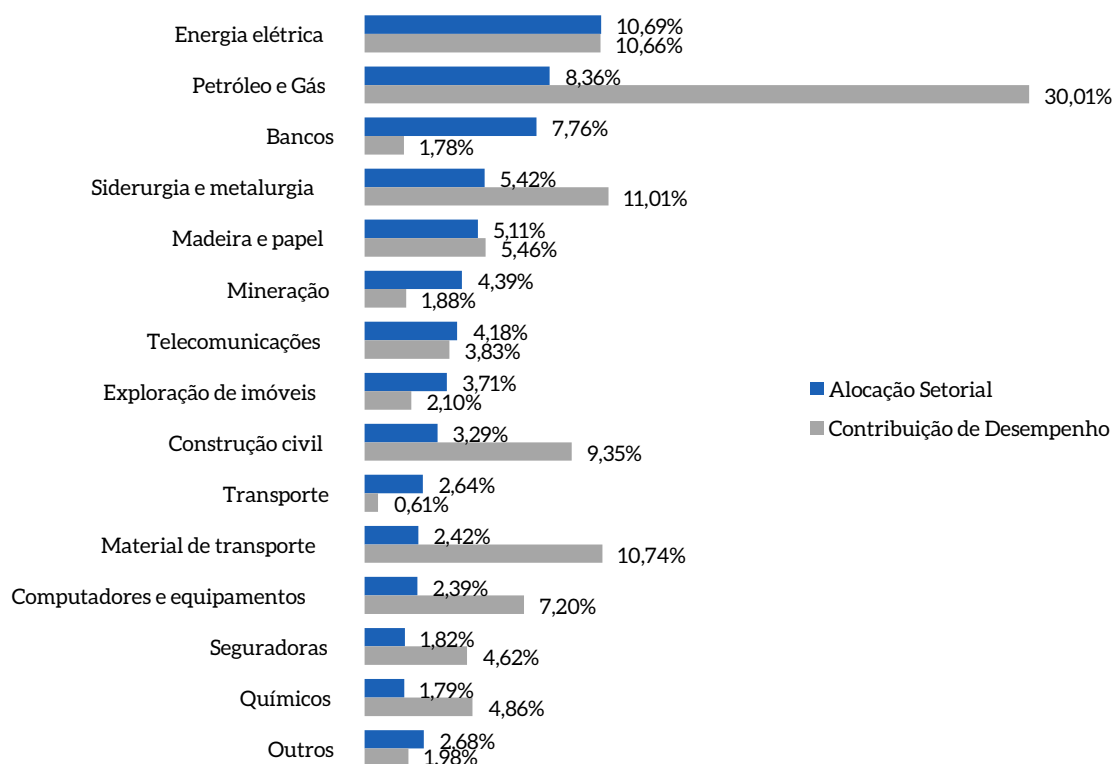
Finacap Icatu 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de +7,46% em abril/2020 contra 0,28% 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 66,66% em ações e 33,34% 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	11,2%	-27,3%	-6,8%	665,5%
Ibovespa	10,2%	-30,4%	-16,4%	279,8%
Finacap FIM				
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início
Fundo	1,2%	-5,1%	2,6%	63,9%
CDI	0,3%	1,3%	5,2%	57,7%
Finacap Icatu 70				
Rentabilidade	Mês	2020	6 Meses	Desde o início
Fundo	7,5%	-15,8%	-8,9%	-8,6%
CDI	0,3%	1,3%	2,1%	2,5%

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\$ 67.566.358; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 56.165.434; Finacap Icatu 70 - R\$ 8.586.191. 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: 30/04/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.