

São Paulo, 10 de janeiro de 2017

"They say the darkest hour is right before the dawn" – Bob Dylan

Caros cotistas,

Em 2016 o Mosaico FIA se valorizou 44,85%, enquanto o Ibovespa subiu 38,94%. Desde a criação do fundo (julho de 2010) até o final de 2016 o Mosaico FIA teve uma rentabilidade média de 15,2% a.a., versus uma queda média do Ibovespa de 0,7% a.a. no mesmo período.

Quem poderia imaginar, há um ano, que, diante da pior crise econômica que se tem registro no país, teríamos a maior alta do Ibovespa em 7 anos e que nosso fundo teria sua melhor performance anual desde sua criação?

Aliás, o ano de 2016 foi repleto de eventos imprevisíveis como o impeachment da presidente Dilma, a decisão do Reino Unido de sair da União Europeia e a eleição de Trump.

O autor Nassim Taleb cunhou uma expressão para essas ocorrências extremas, que mudam brutalmente nossa percepção e que, à posteriori, parecem previsíveis e óbvias. Ele as chama de "Cisnes Negros". Isso porque antes da descoberta da Austrália, acreditava-se que só era possível haver cisnes brancos, dado que até aquele momento não havia registro de cisnes de outra cor. As aves negras encontradas na Oceania servem para nos ensinar que uma possibilidade não pode ser descartada simplesmente porque ela ainda não ocorreu.

Segundo Taleb, os cisnes negros são mais frequentes do que imaginamos (pense, por exemplo, no atentado de 11/09 ou na crise da Lehman Brothers), o que enfatiza o peso do acaso em nossas vidas e a baixa acuracidade das projeções.

Nesse contexto, os nossos leitores frequentes devem lembrar do tom preocupado da nossa última carta. Nossa carteira refletia essa preocupação com uma posição de caixa ajustada¹ em torno de 45%. Por outro lado, sabíamos das nossas limitações em prever o futuro e que muitas ações estariam baratas, caso nossa economia voltasse para os trilhos (algo que aparentava estar relegado a 2019). Por isso, nos propusemos a mudar de opinião caso as circunstâncias mudassem. Em março, a medida que ficou palpável a chance de troca de governo, revertemos parte do nosso conservadorismo. Mesmo assim, mantivemos ao longo do ano um caixa ajustado médio de 37% do fundo.

Nossa boa performance deveu-se principalmente a alguns grandes acertos na carteira de ações (como as posições de Sanepar, Tegma e CVC) e à ausência de contribuições negativas. Portanto, ficamos satisfeitos de que a nossa seleção de ações proporcionou um retorno interessante ao mesmo tempo em que nossa posição conservadora de caixa nos trouxe segurança ao longo do mar de incertezas que vivemos em 2016.

¹ Visando simplificar o texto, estamos chamando de caixa ajustado o somatório de nossas posições em notas compromissadas + NTNs + ações de empresas em processo de oferta pública, apesar dos dois últimos itens possuírem riscos e volatilidades maiores que a posição de caixa tradicional.

Vale destacarmos o caso da Sanepar, empresa de saneamento do estado do Paraná. Essa ação foi uma das maiores altas da Bovespa no ano (+ 267%) e a principal contribuinte para nossa performance, respondendo por cerca de 1/5 do nosso retorno em 2016. Iniciamos uma posição pequena na empresa há cerca de dois anos e vimos suas ações sofrerem com a crise hídrica de 2015 (apesar do Paraná ter passado ileso pela seca graças à abundância de seus recursos hídricos). Ao mesmo tempo, a tarifa média da empresa subiu 20% em 2016, recompondo parte de sua defasagem histórica e aumentos de custo. A combinação de receitas em alta e ações deprimidas fez com que a relação Preço/Lucro da Sanepar estivesse em apenas 2,5x no início do ano – um dos múltiplos mais baixos que vi na minha carreira. Consequentemente, dobramos nossa posição para 4% do fundo em março.

Dali em diante, dois outros eventos propulsionaram a performance da Sanepar: (i) a evolução do processo de revisão tarifária, o qual deverá assegurar que os grandes investimentos da empresa terão uma remuneração apropriada e (ii) uma aguardada oferta de ações que triplicou sua liquidez diária².

O ano que passou também foi bastante positivo em outras frentes. Em setembro eu passei a fazer parte do conselho fiscal da Sanepar, posto que eu já ocupo na Tegma desde 2015. A participação nesses conselhos tem sido uma experiência muito enriquecedora, aprofundando nossos conhecimentos sobre os negócios dessas empresas e sobre as engrenagens corporativas.

Além disso, nos tornamos muito mais ativos no aluguel e na venda de opções de compra de nossas ações. Ganhamos bastante know-how sobre essas atividades, as quais melhoraram nossos retornos em cerca de 1%. Parece pouco, mas ter um retorno médio de 16% a.a. em 20 anos, ao invés de 15% a.a., nos torna 19% mais ricos ao final.

Ademais, tornamos a gestão do nosso caixa mais inteligente, intensificando a compra de NTN-Bs e de ações em processo de oferta pública³. Ao acompanharmos com mais atenção o mercado das NTNs, ganhamos uma noção melhor do custo de oportunidade das ações. Pudemos perceber que as projeções de fluxos de caixa de várias ações apontam, nos preços atuais, para taxas de retorno muito próximas (ou até inferiores) as dos títulos públicos. Isso é algo que não faz sentido, na nossa opinião, dado o risco maior incutido nas projeções de lucro. Consequentemente, temos no momento cerca de 20% do fundo investidos em NTNs.

Por fim, reforçamos a equipe com a vinda do Pedro Wehbe. O Pedro é formado em Engenharia Mecatrônica pela Poli e, antes de se juntar a Mosaico, trabalhou no IFC e RB Capital. O Pedro tem tido um papel importante na execução dessas novas estratégias e na análise de ações.

² Em dezembro/16 ocorreu uma oferta primária e secundária, na qual a empresa captou cerca de R\$ 250mm ao passo que o governo do Paraná, a Andrade Gutierrez e o FI Caixa FGP-PR venderam participações de cerca de R\$ 1.500mm. Em 2014 havia acontecido uma tentativa anterior de se fazer uma oferta de ações da empresa, a qual foi abortada devido a condições desfavoráveis do mercado naquele momento.

³ As ofertas públicas as quais estamos nos referindo são as OPAs de tag-along (casos de troca de controle, nos quais o novo controlador deve fazer uma oferta pelas ações dos minoritários) e/ou OPAs de fechamento de capital.

Virada a página de 2016, o que podemos esperar do ano que chega? Pelo que discorreremos antes sobre o poder do acaso, devemos apenas conjecturar. Isso é ainda mais verdade neste ano em que os cisnes negros eleitos em 2016 tentarão botar seus ovos.

É particularmente incerta qual será a postura do novo presidente americano. O mercado tem reagido bem aos possíveis cortes de impostos e desregulamentação nos EUA. Por outro lado, as promessas de campanha de Trump implicam em riscos de uma guerra comercial, de conflitos geopolíticos e de negligência ambiental.

Além disso, o sentimento *anti-establishment* e anti-globalização não estão presente apenas nos EUA. Vale lembrar da inusitada decisão dos britânicos de sair da União Europeia e dos italianos que forçaram a saída do seu primeiro ministro ao barrar uma reforma constitucional. Haverá, em 2017, eleições nas principais economias europeias e o risco do contágio populista é material.

Por trás da insatisfação dos eleitores americanos e europeus está a piora na distribuição de renda. O americano médio está com sua renda estagnada há 30 anos; o aumento de 1,5% a.a da renda per-capita nesse período se concentrou, essencialmente, nos 1% mais ricos. Os europeus são afligidos com o desemprego em massa derivado das medidas de austeridade implementadas para conter a crise do Euro e tem o desafio de lidar com as ondas migratórias do Oriente Médio e norte da África, num contexto de terrorismo crescente. Some-se a isso o desenvolvimento de novas tecnologias (como a inteligência artificial) que colocam em xeque muitos empregos tradicionais.

Esse pano de fundo é um terreno fértil para ideias simplistas como a demonização da globalização e das cadeias de produção, que proporcionaram uma grande simbiose entre a China e os EUA, sendo um dos principais motores do crescimento das duas maiores economias do mundo nos últimos anos.

Aqui no Brasil, por outro lado, temos a chance de adotar uma agenda positiva. Caso consigamos aprovar a reforma da previdência sem muitas alterações em relação ao texto que foi enviado ao Congresso, teremos dado um passo decisivo na direção da sustentabilidade das contas públicas. Obviamente, não estamos falando de uma tarefa fácil, dado o caráter impopular dessa medida e da possível instabilidade política fruto das delações premiadas. Por outro lado, a profunda recessão que vivemos tem tirado a conotação de tabu desta reforma ao mesmo tempo em que o governo tem tido, até o momento, uma surpreendente fidelidade no Congresso, apesar da sua baixa popularidade.

Porém, é difícil imaginar que teremos um crescimento robusto nos próximos anos. Entre 1980 e 2015, o crescimento médio do Brasil foi de 2,5% a.a. e grande parte dessa alta veio do aumento da população em idade para trabalhar, a qual subiu 2,1% a.a.. Nos próximos 10 anos, a população economicamente ativa crescerá somente 0,7% a.a.. Some-se a isso o fato de que o Estado, que é a parcela menos dinâmica da economia, vem consistentemente aumentando de tamanho nos últimos 20 anos e chegaremos à conclusão de que será bastante desafiador repetirmos nosso crescimento histórico.

A raiz do nosso fraco crescimento está na baixa produtividade da economia brasileira. Esse é um problema com várias causas, entre as quais estão (i) baixa qualidade do ensino (principalmente do ensino médio), (ii) burocracia, (iii) economia fechada e (iv) grande concentração de empresas pequenas e pouco competitivas, as quais sobrevivem

como zumbis debaixo do manto do Estado⁴. O governo está timidamente começando a propor medidas para atenuar esses problemas, como a reforma do ensino médio e as medidas do BC para baratear o crédito, mas existe muito por fazer e não devemos esperar mudanças transformacionais.

Consequentemente, nos parece mais plausível acreditar que os juros no Brasil se tornarão mais baixos do que apostar numa retomada vigorosa do crescimento. Esse pensamento é um dos nortes de posições da carteira que convenciamos chamar de “zagueiros”; entre elas estão as empresas reguladas (como a Sanepar e Transmissão Paulista) além das NTNs. Num outro espectro, temos os nossos “atacantes”; empresas cujos negócios são bastante sensíveis ao ciclo econômico, como a Tegma (veículos) e Eztec (imobiliário). A retração nas vendas dessas empresas foi tão intensa que a mera estabilização da economia deverá lhes render crescimentos robustos.

Complementamos a nossa carteira de ações com uma coleção diversificada de negócios rentáveis, bem geridos e que negociam, na nossa opinião, em *valuations* atrativos. Estimamos um ROE médio para nossa carteira de ações em 2017 de 18% e Preço/Lucro de 12,5x.

Dito tudo isso, a mensagem que gostaríamos de deixar é que estamos com a carteira preparada para diferentes cenários e a mente aberta para mudar de ideia. Afinal, como diria John Maynard Keynes: *When the facts change, I change my mind. What do you do, sir?*”

Um excelente 2017 a todos,

Roberto Knoepfelmacher

⁴ Marcos Lisboa e José Alexandre Scheinkman discorreram brilhantemente sobre esse tema numa coluna recente da Folha de São Paulo intitulada “As amarras para o crescimento da economia brasileira” <http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/12/1841866-as-amarras-para-o-crescimento-da-economia-brasileira.shtml>

Informações Importantes ao Investidor

•FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. •LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. •RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. •A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. •PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. •O FUNDO é destinado a investidores pessoa física e jurídica que buscam obter retornos expressivos no longo prazo por meio da aquisição, no mercado à vista de bolsa de valores ou entidades de balcão organizado, da participação de empresas que estejam subvalorizadas em relação às análises e estimativas do gestor. •O FUNDO poderá estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores em operações de renda variável, com os riscos daí decorrentes. •Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. •ESTE FUNDO DE INVESTIMENTO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DA SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS. •Classificação ANBIMA: Ações Livre. •Aplicação Mínima Inicial: R\$50.000,00 / Movimentação Mínima: R\$10.000,00 •Aplicação: cotização em D+1 / Resgate: cotização em D+30 e pagamento no 3º dia útil após a cotização. •Este Fundo possui data de pagamento de resgate diversa da data de pedido de resgate. •Horário de movimentação: Até 14h. •Taxa de Administração: 2,0% a.a. •Taxa de Performance: 20% sobre o que exceder o Ibovespa. •Gestor: Mosaico Capital Gestão de Recursos Ltda•Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM •Custódia: Banco BTG Pactual S.A.. •Auditoria: KPMG Auditores Independentes. •Serviço de Atendimento ao Cliente: (011) 4371 1630,

Este material é meramente informativo e não se caracteriza como relatório de análise, para fins da Instrução CVM nº 483/2010, e, não foi produzido por analista de valores mobiliários. As informações contidas neste material foram obtidas por meio de comunicação de acesso público, tais como jornais, revistas, internet entre outros, de forma aleatória. Tais informações estão sujeitas a alterações, a qualquer momento, sem que haja necessidade de comunicação neste sentido. Apesar das informações aqui contidas terem sido obtidas de fontes consideradas confiáveis, não podemos garantir a precisão e veracidade das mesmas.

A Mosaico Capital Gestão de Recursos Ltda. e suas áreas de negócio não serão responsáveis por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades, incluindo, mas não se limitando a realização de negócios, investimentos ou transações baseadas nestas informações.