

São Paulo, 29 de janeiro de 2016

Caros cotistas,

Em 2015 o Mosaico FIA caiu 16,16% enquanto o Ibovespa caiu 13,31%. Desde sua criação, em julho de 2010, o retorno médio anual do Mosaico FIA foi de 10,44% versus uma rentabilidade média do Ibovespa de -6,59% a.a..

No ano passado tivemos a pior performance da história do fundo e pela primeira vez desde nossa criação tivemos uma rentabilidade anual inferior à do Ibovespa. Como principal cotista do fundo, compartilho da frustração do resultado de 2015.

Mosaico FIA x Índice de Small Caps

	2010*	2011	2012	2013	2014	2015	Acumulado
Mosaico FIA (a)	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	72,2%
Índice Small Caps (b)	22,9%	-16,6%	28,7%	-15,2%	-17,0%	-22,4%	-27,9%
Diferença (a-b)	15,8%	16,4%	14,5%	20,8%	15,1%	6,2%	100,1%

Mosaico FIA x Ibovespa

	2010*	2011	2012	2013	2014	2015	Acumulado
Mosaico FIA (a)	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	72,2%
Ibovespa (b)	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	-31,1%
Diferença (a-b)	28,6%	17,9%	35,8%	21,1%	1,0%	-2,8%	103,3%

* Início do fundo em 12/07/10. Fonte: Economática

Em nossa defesa vale dizer que as *small-caps* (empresas pequenas), tiveram um ano particularmente difícil. O índice de *small-caps* caiu 22,36%. Portanto, assim como em todos os anos anteriores, nossa performance foi superior à média do universo onde aplicamos a maior parte dos nossos investimentos.

A queda mais forte das empresas pequenas é algo frequente em momentos de crise, principalmente porque nessas horas os investidores querem estar em posições que podem ser vendidas facilmente. Isso não quer dizer que a saúde financeira do grupo das *small-caps* esteja pior do que a do conjunto das ações mais líquidas.

Como pano de fundo, nós investimos nas empresas menores por dois motivos: as *small-caps* tendem a ser mais baratas que as empresas maiores e há menos analistas olhando esse segmento (o que aumenta a chance de acharmos pechinchas).

Apesar do ano ruim para as empresas pequenas, o nosso foco nesse segmento foi determinante para termos tido uma performance superior à do Ibovespa, ao longo da história da Mosaico.

Por outro lado, cabe a pergunta: do que serve ir melhor do que a bolsa num país onde o investimento em ações tem se mostrado um mal negócio? No nosso caso, por exemplo, apesar da grande vantagem que obtivemos desde nossa criação em relação ao Ibovespa, o retorno acumulado do Mosaico FIA foi de 99% do CDI.

Os livros de finanças ensinam que se deve esperar um prêmio no investimento em ações versus a renda fixa, tendo em vista os riscos e a volatilidade desse investimento. Essa premissa está ligada a natureza meritocrática do capitalismo, onde empreendedores competentes são premiados, assim como as ações de suas empresas.

No entanto, infelizmente, no Brasil vivemos uma versão distorcida do capitalismo. Apesar de termos a garantia da propriedade privada, convivemos com um ambiente de negócios muito pouco meritocrático. A nossa gigantesca carga tributária reflete uma sociedade viciada na dependência do Estado. Todos querem um cuidado especial do governo, desde o grande empresário que quer empréstimos baratos do BNDES até os pequenos pescadores que querem que o governo garanta sua renda durante o período de desova. Some-se a isso a nossa imensa burocracia, nossa legislação trabalhista hiperprotetora, uma grande carência de infraestrutura e temos um quadro onde empreender se torna um exercício de fé parecido com a intuição otimista dos apostadores da loteria.

Você deve estar pensando que nada do que eu estou falando é novidade e que mesmo assim a Mosaico sempre teve uma visão positiva em relação ao futuro do Brasil e ao investimento em bolsa. Nosso otimismo vem da constatação de que, apesar dos nossos problemas, o Brasil evoluiu.

Nos anos 80 erámos uma economia estatizada, com hiperinflação, enorme dívida externa, desigualdade profunda, reserva de mercado e estávamos numa frágil transição de um governo militar para uma democracia. A foto do Brasil de hoje é bem mais bonita: vencemos a hiperinflação, pagamos nossa dívida externa, distribuimos a renda, privatizamos algumas empresas, nos abrimos um pouco às importações e consolidamos nossa democracia.

Na década passada, essas conquistas, atreladas a uma conjuntura internacional muito positiva, possibilitaram que o país tivesse um crescimento robusto. Isso criou em nós a sensação de que o desequilíbrio das contas públicas não seria algo tão sério.

Ao mesmo tempo, no primeiro mandato da presidente Dilma, aprofundamos significativamente nossos problemas fiscais num experimento desenvolvimentista que misturava ideologia a populismo, e que foi levado às últimas consequências na busca da reeleição.

Nós na Mosaico não assistimos a tudo isso inertes. Fomos gradativamente aumentando nossa posição de caixa que era próxima de zero em 2010 para um patamar médio de 34%¹ ao longo de 2015.

Mas a verdade é que a Mosaico sempre seguiu uma linha de investimentos chamada *bottom-up*. Essa abordagem sugere que a nossa carteira seja construída de tal forma a contemplar uma série de empresas boas e baratas e que pouca importância seja dada a macroeconomia.

¹ A posição de caixa média inclui a partir de agosto nossa posição de Tempo Participações. Naquele mês fundos do Carlyle Group anunciaram que fariam duas ofertas públicas para tomar o controle da empresa e fechar o seu capital

Warren Buffett, que é para nós uma inesgotável fonte de sabedoria e inspiração, sugere aos investidores americanos que esqueçam a economia, tenham fé no capitalismo e invistam na bolsa.

O que constatamos, *the hard way*, foi que alguns desses princípios não se aplicam integralmente a realidade brasileira. Primeiro porque, como falamos anteriormente, o capitalismo por aqui não aparece na sua forma mais plena.

Além disso, muitos investimentos do Buffett são em empresas que vendem produtos cuja demanda se altera pouco em função dos rumos da economia. Um exemplo clássico é a Coca-Cola. Entretanto, na bolsa brasileira existem poucas opções de investimento em empresas que, assim como a Coca-Cola, sejam marcas fortes e produzam bens de consumo básico. E mesmo entre as poucas companhias que se enquadrariam nessa categoria, vemos que a demanda para seus produtos não é assim tão inelástica por aqui em momentos de crise, uma vez que a renda do brasileiro é baixa.

Um bom exemplo disso é a M Dias Branco, líder na produção de biscoitos e massas na região nordeste e dona da marca Adria. Essa empresa viu seu faturamento ajustado pela inflação se retrair 8% nos nove primeiros meses de 2015 e sua ação caiu 26% no ano passado.

A volatilidade da nossa economia fica ainda mais clara quando olhamos para os bens duráveis e de capital. As vendas de carros 0 km, por exemplo, fecharam 2015 com queda de 25,6%. Desde de 1970 houve três quedas anuais superiores a 25% no licenciamento de carros novos no Brasil. A maior delas ocorreu em 1981, com uma redução de 42%. Nesse mesmo período nos EUA, não houve nenhum ano com queda na venda de veículos superior a 25%; o pior momento por lá foi em 1974 com uma retração de 23%.

Portanto, concluímos que devemos daqui para frente focar mais na análise macroeconômica. Continuamos concordando com a ideia de que o valor justo de uma empresa deve ser calculado tomando como base lucros em momentos mais normais do que vivenciamos no ano passado. Por outro lado, ficou claro que é necessário considerar o tempo de retorno para essa normalidade para determinar se de fato uma ação está barata.

Isso posto, acreditamos que teremos três anos duros de economia pela frente. Estamos refletindo isso de várias formas na nossa carteira. Nossa posição de caixa ajustada² está em 45% do fundo.

Atualmente, um terço da nossa posição de caixa está em NTN-Bs (títulos públicos ligados a inflação), de tal forma a nos proteger em relação a uma postura mais frouxa do BC com a inflação.

Na carteira de ações estamos ampliando o peso das empresas exportadoras e de energia elétrica, as quais possuem receitas e margens mais estáveis. Além disso, estamos comprando, com parcimônia, mais ações de empresas que estão há algum tempo no fundo e cujas cotações caíram excessivamente.

Uma outra frente na qual estamos emprenhados é na busca de receitas adicionais vindas das ações que temos na carteira. Uma delas é o aluguel de parte das nossas ações para

² Inclui nossa participação em Tempo Participações que será vendida na oferta de fechamento de capital

investidores que desejem vendê-las a descoberto. Além disso, começamos a vender opções de algumas ações existentes em nossa carteira a preços superiores às cotações atuais. Nesse processo recebemos valores ao vender as opções e, na eventualidade de uma alta forte dessas empresas, temos que nos desfazer dessas ações ao preço acordado. Vale dizer que possivelmente venderíamos, de qualquer forma, essas ações numa eventual alta.

Todas essas medidas tem o objetivo de nos possibilitar navegar com mais tranquilidade pelos tempos turbulentos dos próximos anos. Porém, estamos correndo o risco de não tirarmos proveito pleno de uma eventual alta da bolsa, dada a nossa postura mais defensiva. Vale dizer que as ações, em geral, parecem estar baratas para um cenário do Brasil voltar aos trilhos. E uma das consequências positivas da crise econômica e dos escândalos de corrupção do governo é a chance cada vez mais material de elegermos um governo e congresso mais alinhados com o mercado.

Contudo, os desafios econômicos e políticos que teremos pela frente são grandes, como uma dívida pública crescente e a necessidade de aprovar medidas impopulares (aumento de impostos e improváveis cortes de gasto). Além disso, ainda faltam três longos anos para a próxima eleição presidencial e o seu desfecho permanece incerto. E por fim, a conjuntura internacional, que tanto nos ajudou na década passada, desta vez inspira preocupação, com a China desacelerando e os EUA subindo os juros.

Por isso, acreditamos que nossa postura cautelosa faz sentido por hora, e ficaremos atentos a revê-la caso as circunstâncias se alterem.

Talvez os nossos leitores mais céticos estejam se questionando se teremos a habilidade de nos antecipar às mudanças de conjuntura e capturar todos os benefícios de uma eventual alta. Sabemos que existe uma certa audácia nessa nossa proposta. Mas a alternativa a ela seria uma confiança excessiva na ideia de que os lucros das empresas reverterão a média histórica. Não vamos passear pelo gelo fino, mesmo que haja um pote de ouro do outro lado do lago.

Apesar do tom preocupado dessa carta, a mensagem que eu gostaria de passar para vocês é que iremos perseverar. O conceito de que a sociedade brasileira tem mudado para melhor continua válido mesmo com a forte crise que estamos vivendo. Todos ficamos impressionados com a solidez de nossas instituições ao vermos algumas das figuras mais poderosas do país prestando contas a justiça. Além disso, questões fundamentais sobre a sustentabilidade do Estado, como a reforma da previdência, não podem mais ser tocadas com a barriga e parecem já estar na ordem do dia. E se esse período de vacas magras servir para banirmos o populismo e tornarmos o Brasil mais meritocrático, vai ter valido a pena.

Muito obrigado pela confiança e um excelente ano a todos,

Roberto Knoepfelmacher

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.