



“O populismo ama tanto os pobres que os multiplica.”

Mariano Grondonna

Jornalista, escritor e professor argentino

Análise de 2015 e Como Vemos o Futuro

O Brasil vive hoje a confluência de uma crise política com uma crise econômica. A primeira tem origem no fisiologismo, consequência do nocivo “presidencialismo de coalisão”. A segunda resulta da escolha de ideologias ultrapassadas, que já haviam se mostrado desastrosas no passado (as quais achávamos que faziam parte apenas dos livros de história), mas que, infelizmente, voltaram a nos assombrar. Ambas clássicas características do populismo.

Tendo em vista a delicada situação que o país se encontra, resolvemos fazer um apanhado dos acontecimentos dos últimos anos, os quais nos conduziram para essa grave situação. À luz desses, analisaremos o desempenho do Luminus FIA em 2015 e discorreremos sobre nossas expectativas para 2016 e para os próximos anos, bem como a influência delas para a gestão do fundo.

Como chegamos até aqui

- **Nova Matriz Macroeconômica:** O governo de FHC implantou o tripé macroeconômico, caracterizado por meta de inflação, responsabilidade fiscal e câmbio flutuante. Isso foi, até certo ponto, respeitado em Lula I. Porém, com a crise econômica mundial em 2008/09, a ortodoxia perdeu espaço na política econômica. Em Dilma I houve uma total perda de timidez em adotar novas medidas heterodoxas, as quais acabaram por ser conhecidas como a Nova Matriz Macroeconômica (que de nova não tem nada). Os principais destaques dessa política foram:
 - Forte expansão fiscal, a qual obrigou o governo a se utilizar de “contabilidade criativa” com o objetivo de tungar a Lei de Responsabilidade Fiscal. Isso funcionou até certo ponto, pois vimos o TCU, no final de 2015, rejeitar as contas de 2014 do governo federal.
 - Parte importante do supracitado tripé macroeconômico consistia em meta de inflação, área de atuação do Banco Central. No primeiro mandato de Dilma vimos sua forte interferência na política monetária, obrigando o Bacen a baixar a taxa Selic “na marra”. Depois de atingir sua mínima histórica de 7,25% a.a. em outubro de 2012, a instituição foi obrigada a subir novamente a taxa básica de juros, a qual atualmente encontra-se em 14,25% a.a., patamar bem superior ao do início do primeiro mandato de Dilma (10,75% a.a.).
 - Desoneração fiscal para segmentos da economia escolhidos como “Campeões Nacionais” – companhias selecionadas pelo governo para se tornarem gigantes em seus setores e competirem mundialmente.
 - Bancos públicos incrementaram sua atuação, sendo mais ativos na concessão de crédito mais barato com o objetivo de diminuir os *spreads* bancários. Como era de se imaginar, isso foi muito malsucedido.
- **Resultado Fiscal:** Nesse campo, o mais marcante foi a perda de credibilidade do governo, o qual propôs metas de *superávit* primário e depois, esmeradamente, não as cumpriu:



- Apenas para o ano de 2015 foram quatro metas diferentes: 1,2% em dez/14, 1,1% em abril/15, 0,15% em jul/15 e -0,8% (*déficit primário*) em out/15.
- Se isso não bastasse, algo semelhante aconteceu para a meta para 2016, para qual o governo chegou ao disparate de propor um *déficit* fiscal, algo inédito na história brasileira.

- **Inflação:** É notória a leniência da gestão Dilma com a carestia, a qual atingiu média anual de 6,16%¹ entre 2011 e 2014. Como agravante, o regime de metas de inflação no Brasil estabelece um centro da meta muito alto (4,5% a.a.) e uma banda muito larga (dois pontos percentuais para cima ou para baixo), mesmo quando comparada com outros países da América Latina². Isso permitiu que a presidente, repetidamente, viesse a público afirmar que a inflação estava “controlada”. Achamos que o IPCA de 2015 (10,67%) fala por si.

- **Petrobras:** Nos últimos anos a Petrobrás ocupou grande espaço na mídia, infelizmente em função de notícias negativas:
 - A operação Lava Jato revelou um mega esquema de corrupção envolvendo executivos da companhia, de empreiteiras e demais empresas que prestavam serviços para a estatal e políticos de grande destaque no cenário nacional. Como consequência, a Petrobras paralisou muitos dos seus investimentos e várias empreiteiras passaram a enfrentar graves dificuldades financeiras. Dado seu tamanho e relevância na economia, essa paralização contribuiu para a queda do PIB de 2015 e continuará a apresentar consequências para os próximos anos.
 - A forma de exploração do pré-sal, regulada pela Lei de Partilha e Produção de 2010, elaborada e implantada no governo Lula, também penalizou a Petrobras. Nesse modelo, a estatal é, obrigatoriamente, sócia, com participação mínima de 30%, do consórcio vencedor do leilão que cede os direitos de exploração. Além disso, a Lei determina que a Petrobras seja a única operadora do consórcio vencedor de cada área de exploração. Esses dois dispositivos da Lei obrigam a estatal a fazer grandes investimentos, o que fez com que a empresa se endividasse muito nos últimos anos. Para ilustrar: no final de 2010 sua dívida líquida representava 20% do seu Patrimônio Líquido. Ao final do terceiro trimestre de 2015 essa relação subiu para 138%. Muitos analistas têm receio em relação à solvência da empresa.
 - A política de conteúdo nacional adotada pela Petrobrás a partir de 1999 foi intensificada ferozmente a partir do início do governo do PT, em 2003. Assim, há a exigência que um percentual mínimo dos equipamentos e serviços adquiridos pela estatal sejam produzidos no Brasil. No entanto, muitas vezes as empresas nacionais não são as mais eficientes nos seus segmentos, o que acaba encarecendo os investimentos e demandando mais capital da Petrobras, contribuindo para o aumento do endividamento.
 - Com o objetivo de segurar artificialmente a inflação, o governo federal não permitiu que a Petrobras repassasse o aumento do dólar para o preço da gasolina. Isso ajudou a erodir os resultados da estatal.
 - Para complicar ainda mais a conjuntura, o preço do barril de petróleo, negociado na bolsa de mercadorias de Chicago, apresentou forte queda nos últimos anos. Saiu de US\$ 92,20 em 31/12/2010 para US\$ 36,60 em 31/12/2015. Com o petróleo nesse nível de preço, possivelmente o pré-sal torna-se economicamente inviável.

¹ Fonte: IBGE.

² México, Chile e Colômbia adotam 3% como meta, e o Peru, 2%. E todos eles possuem banda de apenas +/- 1%. Fonte: Respetivos Bancos Centrais.



- Em função de todos os pontos acima apresentados, a Petrobras promoveu uma baixa contábil de R\$ 50,8 bilhões no seu balanço de 2014. Desse valor, R\$ 6,8 bilhões referem-se ao sobrepreço pago indevidamente por investimentos, revelado pela operação Lava Jato.
- **Desonerações Fiscais:** Outra medida tomada pelo governo para tentar combater a Crise de 2008 foi a implantação de desonerações fiscais. Até 2010 tais incentivos se mostravam tímidos, mas se acentuaram muito a partir de 2011, primeiro ano do mandato de Dilma. Para incentivar o consumo e dar um gás a mais para as “Campeãs Nacionais”, o governo abriu mão de parte de sua receita via a redução de impostos, como IPI e PIS-COFINS. Foram reduzidas ou zeradas as alíquotas de tributos sobre uma variada gama de produtos, de automóveis à máquinas de escrever em Braille. Porém, a renúncia fiscal agravou o desequilíbrio das contas nacionais, pois o crescimento da produção não compensou as perdas de receita do governo.
- **BNDES:** Desde 2003, o BNDES foi usado como o principal esteio do crédito no Brasil e, portanto, importante ator do crescimento puxado pela demanda que vivenciamos nos primeiros anos do PT. A partir de 2008, para amenizar o impacto da Crise, sua participação alargou-se ainda mais através do aporte de recursos do Tesouro Nacional. Dessa época para cá, sua carteira de crédito triplicou de tamanho, passando de ~7% para ~12% do PIB³. Porém, tomando dinheiro emprestado à Selic e concedendo crédito à TJLP (taxa de juros subsidiada) a conta do governo não fecha. Dessa forma, o uso indiscriminado do banco de fomento contribuiu ainda mais para intensificar a crise fiscal pela qual passamos hoje.
- **Câmbio :** A recente alta do Dólar fez o Real ser a moeda que mais se desvalorizou em 2015 dentre as economias mais relevantes no cenário mundial. Sendo a taxa câmbio o termômetro da sensação de desconforto dos investidores com o país, sua desvalorização simplesmente refletiu os efeitos de muitas decisões equivocadas na condução da economia. Por um lado, tal cenário faz nossos produtos mais competitivos no mercado internacional e melhora nossa balança comercial no curto prazo – responsável, portanto, pelo superávit de 2015. Contudo, ao mesmo tempo, erode o poder de compra do brasileiro, ou seja, ficamos mais pobres quando comparados com os consumidores de outros países. Além disso, somos grandes consumidores de importados – trigo, gás, gasolina e etc. -, fazendo com que o aumento do dólar também cause uma pressão inflacionária preocupante.
- **MP das Elétricas:** Em 2012 o governo federal editou a MP 579, também conhecida como MP das Elétricas. O objetivo era reduzir as tarifas de energia, permitindo a diminuição dos custos das empresas e, assim, incentivar a produção. A MP também almejava auxiliar no controle da inflação, permitindo maior flexibilidade na política monetária. Porém, os resultados foram bem diferentes. Como a nova legislação foi executada sem o mínimo planejamento, as distribuidoras precisaram recorrer ao mercado *spot* (mercado à vista), onde o preço da energia era muito mais elevado. Como consequência, essas companhias se viram em grandes dificuldades financeiras e o Tesouro teve de intervir através de repasses, ocasionando um desequilíbrio ainda maior das contas públicas e aumento da inflação. Para mantê-las artificialmente equilibradas, o governo recorreu então a truques contábeis, amplificando as “pedaladas fiscais”.
- **“Pedaladas Fiscais”:** As autarquias e os bancos públicos e privados costumam realizar pagamentos de programas sociais e benefícios, tais como Bolsa Família, abono e seguro desemprego e Minha Casa, Minha Vida, em nome do governo. No entanto, entre 2013 e 2014, em função da piora do resultado fiscal, o Tesouro Nacional começou a atrasar o repasse dos recursos para os bancos e autarquias. Dessa forma, o governo

³ Fonte: BACEN.



mostrava as contas públicas melhores do que a realidade. Essa prática ficou conhecida como “Pedaladas Fiscais”, que além de afetar a credibilidade do governo, ficou caracterizada como operação de crédito (ou seja, como se os bancos estivesse emprestando recursos ao Tesouro), algo vedado pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Foi esse o entendimento do TCU em 2015, o qual, e pela primeira vez, desde 1937⁴, rejeitou as contas do governo federal.

- **Aumento da Dívida Pública:** No início do primeiro mandato da presidente Dilma a relação Dívida Bruta / PIB era de 51,8%⁵. Em novembro de 2015 essa relação havia subido para 65,1%⁵. Alguns analistas preveem que se o ajuste fiscal e a reforma da previdência não forem implantados, esses valores podem alcançar 80% em 2017. Isso é fonte de enorme preocupação, pois essa é uma das métricas mais analisadas pelos analistas para aferir a saúde financeira de um país. A negligência em resolver esse problema pode levar a fuga de capitais, alta do dólar e enorme turbulência no mercado.
- **PIB:** Devido a todos esses fatores apresentados até aqui, o PIB brasileiro veio minguando nos últimos anos. A média de crescimento do PIB de 2011 até 2014 foi de apenas 2,23%. As estimativas para 2015 são muito ruins e variam entre -3,5% e -3,8%. Para 2016 as previsões rondam a casa dos -3,5%. Caso isso se concretize, a retração do biênio 2015-2016 deve ser a mais intensa desde 1901, data inicial dos dados disponibilizados pelo IPEA Data, superando a recessão verificada durante os anos da crise de 1929.
- **Ascensão e queda do Ministro da Fazenda:** Joaquim Levy, economista renomado e respeitado no Brasil e no exterior, assim que foi indicado ao Ministério da Fazenda propôs um forte ajuste fiscal, o que indicava uma radical mudança de rumos na política econômica. Como sabemos hoje, seu plano fracassou e existem duas razões para isso. Em primeiro lugar, existiam muitas contas atrasadas e não pagas pelo Tesouro, ainda resquícios das “Pedaladas” implementadas pelos antigos ocupantes do Ministério da Fazenda (sobretudo Guido Mantega e Arno Augustin). Em segundo lugar, em alguns momentos cruciais (e.g. definição da(s) meta(s) de superávit primário) o então Ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, foi antagonista das ideias de Levy. A presidente sistematicamente boicotou o Ministro da Fazenda, impondo-lhe inúmeras derrotas, minando sua força, o que culminou com seu pedido de demissão no final de 2015.
- **Crise Política:** a crítica situação econômica derrubou a popularidade de Dilma, levando a sua aprovação ao mais baixo índice desde que a pesquisa passou a ser feita, após a redemocratização.
 - Contribuiu para o desgaste da imagem da presidente a enorme discrepância entre as promessas de campanha de 2014, quando Dilma afirmou que não iria cortar benefícios sociais, e seus atos no primeiro ano do segundo mandato, quando o “ajuste fiscal” acabou por cortar excessos de alguns programas.
 - Baixa popularidade aliada à crise econômica levaram a presidente a perder muito de sua base de apoio no congresso, fazendo com que o governo encontre muita dificuldade em aprovar projetos que dependam do Legislativo. O ápice desse processo foi a abertura do processo de impeachment, o qual se iniciou em dezembro do ano passado, mas foi interrompido em função do recesso parlamentar.
 - O TSE acatou a abertura de uma ação que, no limite, pode levar à cassação do mandato de Dilma. Essa ação foi proposta pelo PSDB, o qual argumenta que existem indícios que a campanha da presidente foi financiada por recursos desviados da Petrobras. Trata-se de um processo inédito na história brasileira.

⁴ Em 1937, o TCU reprovou as contas do governo Vargas de 1936.

⁵ Fonte: BACEN.



- **Downgrade do Brasil:** A confluência da crise econômica com a política levaram duas das principais agências de rating, a S&P e a Fitch, a rebaixar a classificação do crédito do Brasil. Dessa forma, perdemos o *investment grade*, o qual pode ser encarado como um selo de bom pagador. Em outras palavras, essas agências consideram que quem investe no Brasil o faz de forma especulativa, pois perdemos os bons fundamentos que tínhamos no passado recente.

Resultados de 2015

No ano de 2015 o Luminus FIA obteve uma *performance* de +0,81%, enquanto o Ibovespa rendeu -13,31%. Desde o início das atividades, em abril de 2010 (como Clube de Investimento Superbo) o fundo apresenta rentabilidade de +62,48%, enquanto o Ibovespa rende -39,06%.

Existem duas formas de analisar esses resultados. Por um lado, olhando o desempenho de forma absoluta, estamos incomodados, tendo em vista que perdemos do CDI (o dominante *benchmark* do investidor brasileiro) pelo terceiro ano consecutivo. Isso é explicado pelo quadro relatado na primeira parte da carta. Os seguidos erros cometidos na condução da economia, aliada à falta de credibilidade no governo brasileiro, acabaram por afugentar os investidores, o que impactou negativamente o preço dos ativos.

No entanto, quando analisamos os resultados de forma relativa, nosso desempenho é muito bom. O Luminus FIA foi capaz de entregar resultados superiores ao Ibovespa em todos os anos de sua atividade. Alguns podem pensar que isso foi fácil, pois como comumente comentamos aqui na Luminus, nesses últimos anos, carteiras de ações que não possuíam empresas cujos nomes não terminavam em “BRAS” ou em “X” ganharam do Ibovespa. No entanto, quando olhamos o mercado como um todo e nos comparamos com os nossos pares, percebemos que entregar essa *overperformance* no período em questão não foi trivial.

Em 2015, a posição detida pelo fundo que mais contribuiu para vencermos o *benchmark* foi a Cetip, maior depositária de títulos privados de renda fixa da América Latina. A empresa possui duas unidades de negócios, a de Títulos e Valores Mobiliários (TVM) e a de Financiamentos. A primeira é responsável pelo registro, liquidação e custódia de títulos de renda fixa privados (CDB, LCI, CRI, LCA, entre outros) e derivativos de balcão (ou seja, derivativos que não são negociados na BM&FBovespa). A Unidade de Financiamento concentra-se no registro de restrições financeiras gerados pela venda de veículos financiados. Em outras palavras, a Cetip, através dos seus sistemas informatizados, permite que os bancos insiram, no banco de dados dos Detrans de todos os estados da federação, as informações do Gravame e do contrato de financiamento dos veículos que são adquiridos de forma financiada. Trata-se de uma empresa única, dominante na sua área de atuação, cujo posicionamento de mercado impõe enorme barreira à entrada de concorrentes, além de apresentar, pelas próprias características do seu negócio, resultados bastante resilientes.

Ao longo dos últimos anos, incluindo 2015, a Cetip tem conseguido incrementar suas receitas e, por consequência, seu lucro. É especialmente interessante verificar que sua Unidade de TVM tem conseguido aumentar a receita em novos segmentos, especialmente a custódia de derivativos de balcão, compensando a queda em outros, como no registro de títulos de captação bancária (esse último apresentou crescimento mais tímido em 2015, uma vez que os bancos tem mostrado menor ímpeto em ampliar suas carteiras de crédito).

Além desses fatores, no início de novembro/15, a BM&FBovespa anunciou que havia encaminhado ao Conselho de Administração da Cetip uma proposta para sua aquisição no valor de R\$ 39/ação (metade em dinheiro e metade em ações da própria BM&FBovespa). Nessa mesma época, a ação da Cetip estava sendo negociada por volta de R\$ 37,77. No começo de dezembro, a Cetip divulgou fato relevante informando que havia recusado a



oferta. No entanto, existe a expectativa no mercado de que os conselhos de administração das duas empresas ainda estejam negociando uma possível fusão, obviamente por um preço superior ao proposto inicialmente pela BM&FBovespa.

Por todos os motivos apresentados acima, o preço da ação da Cetip evoluiu positivamente em 2015, tendo incrementado 18%. O retorno total médio ponderado (ou seja, o retorno ponderado pelas compras e vendas, bem como pelos dividendos recebidos ao longo do ano) para o Luminus FIA dessa posição em 2015 foi de 22,0%. Vale acrescentar que a Cetip foi uma das maiores exposições do fundo em 2015 (variando entre a 3ª e 1ª maior participação da nossa carteira), contribuindo significativamente para entregarmos um resultado superior ao Ibovespa no ano. Ao final de dezembro/15, a participação dos papéis dessa empresa representava 15,7% da carteira do Luminus FIA.

Continuamos a acreditar que sua tese de investimento continua válida, independente da negociação com a BM&FBovespa. Apesar da alta na cotação ter diminuído a margem de segurança, pensamos que o caso de investimento ainda apresenta a atratividade necessária para ser mantida na carteira do fundo.

Em contrapartida, a Guararapes, controladora da varejista de vestuário Riachuelo, foi um dos destaques negativos de 2015. Em março/15 começamos a construir uma posição na empresa, imaginando que no nível de preço que se encontrava apresentava margem de segurança muito atraente. Além disso, a companhia passava por um processo de mudanças cujo objetivo era levá-la a ser uma empresa *fast fashion*, o que prometia torná-la muito mais eficiente, proporcionando melhores margens e retornos. Em seus relatórios, conferências com analistas e nas conversas que mantivemos com a empresa, sempre houve por parte da Guararapes um esforço em dar ênfase aos benefícios que essas mudanças trariam à empresa e como essa transformação estava evoluindo conforme planejado.

No entanto, à medida que os resultados trimestrais foram sendo divulgados, os problemas foram ficando aparentes. Em primeiro lugar, verificamos que suas lojas eram bem menos eficientes do que a da sua concorrente de capital aberto (Lojas Renner). Além disso, a implantação do *fast fashion* levou à mudanças logísticas, as quais se mostraram problemáticas, pois causaram o desabastecimento de peças básicas em suas lojas, fazendo com que a Riachuelo perdesse receita. Finalmente, outro ponto que muito nos preocupava era sua operação financeira. Assim como muitos outros varejistas, a Guararapes possui uma financeira, a qual fornece crédito para sua base de clientes emitindo cartões de crédito (embandeirados e *private label*) e também concedendo empréstimo pessoal. Essas linhas de crédito são geralmente as que costumam apresentar maior deterioração quando há uma crise econômica, principalmente se o desemprego aumenta. O que nos incomodava era que a inadimplência se mostrava mais resiliente do que a média do mercado, indicando que as coisas ainda poderiam piorar. O resultado do segundo trimestre de 2015 escancarou os problemas da Guararapes. Assim, consideramos que, mesmo a empresa estando “barata”, havíamos perdido totalmente o referencial para nossa tese de investimentos, o que não nos permitia ter convicção sobre a existência da margem de segurança adequada. Em agosto/15 nos desfizemos da posição em Guararapes. O retorno total médio ponderado no período foi de -34,8%. Felizmente, como essa posição sempre foi de peso relativamente pequeno na carteira (no momento de maior relevância representou em torno de 7% do patrimônio do fundo), o impacto do seu mau desempenho no resultado global do Luminus FIA foi mitigado.

O que esperar para 2016 e como nos preparamos para o que vem pela frente

Tendo em vista o cenário exposto na primeira parte da carta, estamos muito receosos com o futuro. Acreditamos que, sobretudo, há uma crise de confiança em relação ao Brasil. Assim, uma eventual mudança do atual quadro depende de atitudes incisivas por parte do governo. A principal delas seria a interrupção do forte crescimento da dívida pública. Para isso, haveria necessidade de um ajuste fiscal verdadeiro e definitivo e também



reformas, principalmente a da Previdência. No entanto, a implementação dessas ações depende de o governo possuir capacidade de execução, convicção (política e/ou ideológica) e capital político junto às lideranças partidárias para conduzir tais mudanças. Infelizmente, não enxergamos essas qualidades nos ocupantes do Planalto.

Assim, acreditamos que a inflação persistirá alta e o PIB apresentará outra forte retração em 2016. Além disso, existe muita turbulência no cenário externo, especialmente em relação ao ritmo do arrefecimento da economia chinesa.

Aqui na Luminus conduzimos a gestão do fundo de forma muito conservadora e acreditamos que nossa missão número 1 é preservar o capital dos cotistas. Dessa forma, tendo em vista todas as dificuldades expostas acima, aumentamos esse conservadorismo. Em primeiro lugar, diminuimos nossa exposição às ações brasileiras. Atualmente essas empresas representam cerca de 67% da carteira do fundo, uma das nossas menores exposições históricas. Em contrapartida, incluímos no nosso portfólio ações de empresas estrangeiras, as quais representam cerca de 6,5% do patrimônio do fundo.

A Apple foi uma das adquiridas e possui várias das características que procuramos ao investir numa empresa. Trata-se de um ícone do consumo de tecnologia, além de ter ditado as tendências no mercado de smartphones nos últimos anos. Pode-se afirmar que o padrão atual desse tipo de aparelho, em formato de barra e com tela *touchscreen*, foi estabelecido pela Apple. Mais importante do que isso, trata-se da empresa mais lucrativa do mercado de smartphones. Reportagem de novembro de 2015 do New York Times estima que a Apple possui 92% do lucro desse mercado, seguida pela Samsung, com 15% (a somatória supera os 100% porque todos os demais fabricantes do segmento possuem prejuízo com smartphones).

No entanto, existem alguns pontos que nos preocupam. Em primeiro lugar, trata-se de um negócio de evolução muito rápida, e o que é o padrão hoje poderá estar inteiramente superado amanhã. Isso obriga a Apple a ter que se reinventar continuamente. Até agora ela tem sido muito bem sucedida nesse processo, mas isso não é garantia que a história se repetirá no futuro. Outra fonte de atenção reside no fato da Apple apurar cerca de 65% da sua receita em mercados fora dos EUA. Tendo em vista a recente subida dos juros americanos e a possível valorização do dólar frente a outras moedas, sobretudo as divisas de países emergentes (movimento iniciado em 2015), há o receio de que a receita, e por consequência o lucro, possam diminuir.

De qualquer forma, do ponto de vista quantitativo, a empresa mostra-se bastante atraente. No encerramento de 2015 o valor de mercado da Apple era de, aproximadamente, US\$ 580 bilhões. Em comparação, na mesma data, a empresa mantinha caixa líquido (caixa menos dívida) em torno de US\$ 150 bilhões e seu fluxo de caixa livre (geração de caixa operacional menos desembolsos com investimentos) no ano fiscal encerrado em setembro/15 foi de R\$ 69 bilhões. Assim, temos a opinião de que o *valuation* atual oferece a margem de segurança adequada.

Outra posição do fundo que traz boa dose de conservadorismo é o Banco Daycoval, um tradicional banco brasileiro de médio porte. Aqueles que nos acompanham sabem que possuímos essa empresa na carteira faz bastante tempo (mais precisamente, desde o primeiro dia de funcionamento do fundo). Ao longo desses anos de acompanhamento, estudo e interação com o banco, nossos conhecimentos sobre o caso de investimento se aprofundaram e nossa conclusão era (e continua sendo) de se que tratava de uma empresa bem gerida, com executivos (vários deles membros da família controladora) disciplinados na condução do banco e sendo negociada no mercado por um preço bastante descontado. Essa também era a visão dos seus controladores. Assim, em junho/15 esses propuseram o fechamento de capital da empresa, operação conhecida como Oferta Pública de Aquisição (OPA). Esse é um processo burocrático e depende de trâmites junto à CVM e à BM&FBovespa, o que demanda tempo. O preço da operação será de R\$ 9,51, um potencial ganho de 8,31% em relação ao preço de fechamento de dezembro/15 (R\$ 8,78). O risco que enfrentamos está nos controladores do banco desistirem da



oferta. Nesse caso, o preço da ação poderia apresentar significativa queda, acompanhando o comportamento das ações dos bancos do mesmo porte do Daycoval desde a publicação da OPA. No entanto, tiramos duas conclusões de nossas frequentes conversas com a empresa. Em primeiro lugar, a expectativa é que a oferta se conclua até o final do primeiro trimestre de 2016. Além disso, achamos que a chance da desistência por parte dos ofertantes é pequena.

Se as condições acima se confirmarem, o resultado obtido será em torno de 240% do CDI, o que consideramos um retorno excelente frente às atuais condições de mercado. Assim, concluímos que manter a posição em Daycoval representa mais do que uma boa relação risco/retorno, mas uma proteção de capital dos cotistas.

Outro ponto importante a ser ressaltado é que estamos mantendo uma boa parcela da carteira, cerca de 25% patrimônio do fundo, em caixa (aplicações de renda fixa pós-fixada pela Selic e com liquidez diária). Isso não apenas nos ajuda a proteger contra os solavancos que eventualmente enfrentaremos, mas também nos deixa preparados para aproveitar as oportunidades que possivelmente possam existir no futuro.

Por fim, gostaríamos de ressaltar que, mesmo diante de muitas dificuldades pelas quais o Brasil passa, continuamos confiantes na filosofia de investimentos e na capacidade de entregarmos resultados superiores no longo prazo.

Rodrigo Kretly Boselli, CFA
Gestor
rboselli@luminuscapital.com.br

Juliano Bracalente
Analista
julianob@luminuscapital.com.br

Campinas, Janeiro 2016

Avisos ao Investidor: Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

