

## Conversas com Gestores

### FUNDAMENTA

A reprodução indevida, não autorizada, deste relatório ou de qualquer parte dele sujeitará o infrator a multa de até 3 mil vezes o valor do relatório, à apreensão das cópias ilegais, à responsabilidade reparatória civil e persecução criminal, nos termos dos artigos 102 e seguintes da Lei 9.610/98

## **Fundamenta Investimentos**

### **A humildade do analista com cabeça de CEO**

Sediada em Porto Alegre, no Rio Grande do Sul, a Fundamenta não se incomoda com a distância até o eixo Rio-São Paulo. Pelo contrário. Longe dos ruídos do dia-a-dia do mercado, garimpa valor com paciência e disciplina. Afinal, fundamentos de empresas não mudam de uma hora para outra. A própria história da gestora está aí para provar.

A casa independente de gestão de recursos nasceu oficialmente em 2006, fundada pelo engenheiro Valter Bianchi Filho e pelo ex-diretor do Banco BBA, Raul Freire. A experiência em crédito de Raul vestiu como uma luva na capacidade de Valter em criar modelos. Era o embrião da cartilha de investimento da Fundamenta.

Até os anos de 2007 e 2008, os dois sócios desenvolveram o processo de análise. Em 2009 ajustaram o formato de alocação dos recursos. O Fundamenta FIA surgiu um ano depois. Hoje com patrimônio líquido de R\$ 42 milhões, o fundo de ações atravessou uma fase de vacas magras na Bolsa. Mesmo assim, desde a criação, acumula valorização de 42%, fazendo inveja à queda de 20% do Ibovespa no mesmo período.

Além de Valter e Raul, uma equipe de quatro analistas segue à risca a abordagem investigativa e empreendedora de análise. O que isso significa, Valter?

“É fazer os analistas se sentirem como se tivessem assumido a cadeira de CEO da empresa que eles estão analisando. Tentando entender o que tira o sono desse cara, qual concorrente está indo melhor ou pior. Estou falando de posicionamento no mercado, vantagens competitivas, comunicação com investidores. Uma série de fatores que verificamos em todas as empresas que analisamos.”

Em entrevista à Empiricus para apresentar o fundo na série “Conversas com Gestores”, o sócio-fundador da Fundamenta falou sobre o histórico da casa, filosofia de investimento, detalhou o processo de análise e apresentou cinco cases atuais do Fundamenta FIA, cuja aplicação mínima é de R\$ 1 mil. Ao longo da conversa mostrou a humildade característica dos grandes investidores em Bolsa.

“Nunca é 100% perfeito. Sabemos que o business de gestão não é para acertar sempre, temos que errar menos que a média de mercado e, por consequência, acertar mais do que errar. Esse é o nosso objetivo”, afirmou Bianchi.

Outra parte do segredo está na coesão da equipe. “Isso é muito importante. Temos uma equipe super qualificada e um ambiente muito bacana de trabalho em que efetivamente os sócios são sócios, não é fachada. Participam de 100% das decisões.”

A carteira de ações do Fundamenta FIA contém de 15 a 20 papéis e não investe em derivativos. “Precisamos dar resultado com consistência. Não queremos ser uma casa que acerta em determinado ano, acumula uma gordura de ganho, e aí pode se gabar e ficar quatro anos sem dar resultado e ficar se gabando. Na verdade precisamos ficar consistentemente buscando entregar resultado.”

.. Conheça o fundo pág. 3

.. Entrevista pág. 4

.. Estratégias do Fundamenta FIA pág. 15

.. Análise Empiricus pág. 21

.. Evolução dos fundos da série “Conversas com Gestores” pág. 23

## Conheça o fundo Fundamenta FIA

O objetivo da gestão é maximizar o retorno real absoluto do capital, investindo prioritariamente no mercado de renda variável do Brasil. A gestão do fundo é baseada nos princípios de análise fundamentalista e com horizonte de longo prazo.

**Tamanho** – Patrimônio líquido de R\$ 42 milhões.

**Aplicação mínima** – R\$ 1 mil.

**Resgate** – O resgate do fundo não está sujeito a qualquer prazo de carência, podendo ser solicitado a qualquer momento, sendo pago no 3º dia útil da data de conversão de cotas, que é realizada no 1º dia útil após a solicitação do resgate.

**Taxa de administração** – 2,00% ao ano.

**Taxa de performance** – 20% sobre o excedente do IBrX.

**Categoria Anbima** – Ações Livre.

**Administrador** – BNY Mellon Serviços Financeiros.

**Custodiante** – BNY Mellon Banco.

**Histórico** – (gráfico abaixo)

Ano	Fundamenta FIA	Ibovespa
2010	10,60%	7,51%
2011	-0,45%	-18,11%
2012	27,93%	7,40%
2013	0,31%	-15,50%
2014	0,77%	3,22%
<b>Desde início</b>	<b>42,50%</b>	<b>-20,50%</b>

Fonte: Fundamenta \*Data de início do fundo: 20/7/2010

## **Veja os principais trechos da conversa com Valter Bianchi Filho, sócio-fundador da Fundamenta Investimentos**

### **Origem e histórico da Fundamenta**

A Fundamenta começou no início de 2004 quando eu pedi demissão do meu último trabalho. Minha formação é engenharia, mas eu vinha me consolidando como profissional de marketing e vendas. Meu último cargo era gerente comercial e eu entendia muito pouco de finanças. Mas já tinha uma paixão pela Bolsa de Valores. Acompanhei as notícias do desenvolvimento do homebroker, sempre fui um entusiasta de coisas ligadas à tecnologia.

Eu tinha muito claro que queria ter um negócio próprio e sempre imaginava que seria algo ligado a tecnologia, hardware e software. Mas com o tempo fui me desencantando porque vi que o Brasil tem quase uma desvantagem competitiva para qualquer iniciativa ligada a hardware. Aí comecei a despertar essa paixão pela área financeira.

Em 2003, a Bolsa praticamente dobrou de valor. Qualquer pessoa com um mínimo de operação em ações ia ganhar dinheiro. Eu sempre fui muito poupador e já tinha alguma coisa. Sabia que era um ano atípico, mas comecei a me animar com os ganhos.

Precipitadamente eu cheguei à conclusão de que operando Bolsa eu conseguia ganhar mais do que eu ganhava de salário. Pedi demissão e abri um clube de investimentos, que se chamava Quantum, em outubro de 2003. Na época eu havia me planejado para fazer mestrado em finanças na UFRS. Comecei o mestrado de dois anos em 2004 e aí foi se consolidando a paixão pela área financeira.

Com o tempo caiu a ficha de que o buraco era mais embaixo para fazer gestão de investimentos de forma metódica, científica e correta. Era necessário efetivamente reunir uma carga de informações e ter todo um cuidado para leitura de balanços. Eu não tinha experiência nem equipe para isso.

Ao fim de 2004 conheci o Raul Freire, que é junto comigo o sócio-fundador da Fundamenta. Ele é paulista e foi diretor do banco BBA, antes mesmo de ser comprado pelo Itaú. O BBA depois virou um case de sucesso dentro do Itaú pelo DNA muito forte em diligenciar riscos. O Raul trouxe com ele esse input que ajudou a Fundamenta a construir seu modelo de análise.

A junção da experiência de crédito do Raul com a minha capacidade de criar modelos e traduzir tudo aquilo em um método de trabalho foi o embrião da Fundamenta.

Em 2005 e 2006, nós começamos a fazer as primeiras contratações de analistas. Há aquele dilema: vou pegar um analista pronto ou um inexperiente e treinar? A resposta é quanto dinheiro você tem no bolso. Optamos então por treinar.

Contratamos estagiários e dizíamos: “você têm dois anos para provar que podem ser sócios”. E de fato tivemos gratas surpresas. Hoje a Fundamenta conta com quatro analistas, três são sócios e o outro é trainee. Nossos melhores top pickings são as pessoas que trabalham conosco, elas que fazem a diferença.

Naquela época, a questão é precisávamos treinar não só esse pessoal que estava entrando como nós mesmos. Como não éramos egressos de casas de gestão, precisávamos aprender fazendo, começar do zero nosso processo de investimento.

Completamos dez anos no ano passado. Hoje eu vejo a necessidade de sofisticação para fazer esse trabalho. Agradeço ao fato de que pegamos um bull market, um super ciclo de commodities que ajudou o Brasil, e nos ajudou a crescer.

### **Sem alocação, não adianta boas ideias**

Nosso modelo de análise ficou bom por volta de 2007 e 2008. Mas faltava ajustar o processo de alocação. Isso hoje é muito claro na Fundamenta: ter um bom departamento de análise é ótimo e importante para qualquer gestora, mas se você não souber utilizar esses inputs para fazer alocação de produtos, muito desse trabalho é perdido. Tão importante quanto uma boa geração de ideias é saber como concatenar as investment ideas em uma alocação que faça sentido. E não é fácil.

Era o elo que faltava. Ficamos trabalhando entre ter uma boa geração de análise, mas ainda estar com a alocação falha. Isso foi ajustado em 2009.

Desde então temos desempenhado bem acima dos índices de mercado, seguindo nosso processo decisório à risca. Não há nenhum segredo. O processo decisório da Fundamenta depende de uma equipe de análise ativa e bastante comprometida em acertar as projeções e entender as empresas profundamente, compreender as vantagens competitivas e estar o tempo inteiro monitorando riscos.

Sempre trabalhamos com a humilde premissa de que não dá para querer trabalhar esse mercado querendo acertar projeções melhor do que os outros. Não fazemos investimento baseado em qual marco de câmbio é esse ou qual marco de juro é aquele. Não ficamos preocupados em acertar o macroeconômico para, a partir daí,

montar a carteira. Procuramos realmente entender as empresas sob uma ótica muito empreendedora. Esse é o DNA que transmitimos aos nossos analistas.

O que isso significa? É fazer os analistas se sentirem como se tivessem assumido a cadeira de CEO da empresa que eles estão analisando. Tentando entender o que tira o sono desse cara, qual concorrente está indo melhor ou pior. Estou falando de posicionamento no mercado, vantagens competitivas, comunicação com investidores. Uma série de fatores que verificamos em todas as empresas que analisamos.

Claro que nunca é 100% perfeito. Sabemos que o business de gestão não é para acertar sempre, temos que errar menos que a média de mercado e, por consequência, acertar mais do que errar. Esse é o nosso objetivo.

Enxergamos todo o processo de investimento como algo probabilístico e não aquela ideia de, em função daquele cenário, vamos comprar esse papel. As nossas teses de investimento sempre são muito baseadas em qual grau de convicção temos sobre este tema em comparação com outro tema. Óbvio que procuramos alocar mais dinheiro nos temas que temos um maior grau de convicção. E isso é algo que foi moldado ao longo da nossa história por erros e acertos.

### **● aprendizado com o case de Braskem**

Alguns cases marcaram muito a história da Fundamenta. O primeiro grande erro que cometemos foi entre 2005 e 2006 quando fizemos uma posição em Braskem. Não só o call da análise estava errada, mas o modelo estava bastante incompleto.

Fizemos uma série de premissas, que eram até bastante ingênuas, sobre capacidade da empresa manter margens. Houve uma incompreensão nossa sobre quais riscos permeavam o setor petroquímico no Brasil. Quando caiu a ficha de que os riscos eram severos, desfizemos nossa posição e ficou de legado uma lição muito grande.

Notamos que precisávamos de um trabalho de pesquisa profundo para modelar uma empresa. Foram falhas como esta que nos levaram efetivamente a fazer um modelo bastante aprofundado para gerar informação própria na qual pudéssemos confiar.

O analista é como vinho, vai melhorando com o tempo. Prospera aquele que tem humildade de aprender com os erros e visitar onde as falhas ocorreram.

Conversamos muito na Fundamenta sobre finanças comportamentais, as vulnerabilidades de vieses do ser humano no mercado financeiro.

Darei um exemplo. Somos muito influenciados pelas coisas que lemos. Não temos o costume de questionar se a fonte não é viesada. Na pesquisa e busca de informações, procuramos sempre os dados da fonte. A informação dos veículos de comunicação, às vezes, já carrega algum viés, que talvez não nos coloque na rota certa.

Esse foi um dos grandes aprendizados que tive no mestrado. Quando você quer chegar a alguma conclusão é preciso pesquisar o negócio profundamente. Quando quer comprovar algo, o ser humano busca evidências que são comprobatórias. Se você acha que a empresa de Eike Batista é uma boa empresa, e lê no jornal “Eike ganha dinheiro” e tal, acaba solidificando a crença naquela verdade. Mas o que precisamos fazer é exatamente o inverso, como prega o método científico. Deveríamos buscar evidências que contrapõem aquela verdade.

Se eu parto do princípio que OGX é um bom investimento, não adianta buscar evidências comprobatórias. Eu preciso tentar encontrar alguma coisa que desconstrua essa verdade. Se encontrar, eu anulo a hipótese. É assim que os cientistas trabalham: rejeitando a hipótese formulada, e não confirmando.

Daí a nossa abordagem mais investigativa, com muita humildade para reconhecer que não sabemos muita coisa e precisamos pesquisar, e com esse DNA de que todos sejam empreendedores no sentido de que não basta ficar sentado olhando balanço na tela do computador. É preciso ir para a rua. Quer entender Renner, vá até a loja. Conversa com pessoas. É isso que gera ideias originais.

### **Sem alavancagem**

Batemos muito na questão de probabilidade de estatísticas em nosso processo de gestão. Por mais que, por algum motivo, tenhamos 90% de segurança de estarmos certos, precisamos nos perguntar: “E se tivermos errados? O que acontece se ocorrer o evento previsto nos 10%?”.

É a pergunta que o pessoal que operou derivativos tóxicos em 2008 aqui no Brasil não fez. O pessoal acreditava que o câmbio só iria cair, que a probabilidade de voltar para R\$ 2 era muito baixa. Mesmo assim, é preciso pensar “e se acontecer?”. Precisamos sempre estar atentos para isso.

Por isso que não alavancamos. Não operamos com concentração excessiva de papéis em carteira. Aprendemos no passado que uma alocação um pouco mais harmoniosa dos papéis na carteira te dará um resultado mais consistente no tempo. É o que acontece se você analisar o resultado do nosso fundo. Ao passo que se você operar

mais concentrado, é uma faca de dois gumes. Se você acertar, vai performar muito melhor que a média. Mas se errar, ficará no fim da fila dos resultados. E sabemos que confiança é um cristal fino no negócio de gestão de recursos.

Não dá para apostar com o dinheiro dos outros. Precisamos ter um mandato e respeitá-lo, faça chuva ou faça sol. A despeito de como está a situação de caixa da gestora, a despeito se um ou outro sócio está querendo dinheiro.

Nesse aspecto temos uma harmonia muito grande na Fundamenta. Sabemos que ninguém vai ficar rico do dia para a noite. Todos desejam crescer e prosperar. A Fundamenta existe para que os fees cobrados dos fundos paguem para nós a remuneração para fazermos nosso trabalho, mas que sobre dinheiro para colocarmos nos nossos fundos para ganharmos dinheiro junto com os cotistas.

### **Uma mescla de Fischer e Graham**

Nós lemos o "The Intelligent Investor", do Benjamin Graham, e também o muito bom e menos falado "Common Stocks and Uncommon Profits", do Philip Fisher, que eu diria que é igualmente transformador como o "The Intelligent Investor". Eu acho que o Warren Buffett é uma mescla de ambos.

A mensagem que entendi do Graham é que nós temos de comprar coisas extremamente descontadas, a despeito da qualidade do business por trás do negócio. Ao passo que o Fisher diz que, se você fizer uma investigação profunda, criteriosa e trabalhosa, e conseguir mapear todos os pontos principais e qualificar aquele negócio como aprovado nesses pontos listados, você pode comprar, a despeito do preço. O Buffett é uma mescla disso. Ele busca negócios que atendam critérios rigorosos, como o Phillip Fisher prega, mas ao mesmo tempo ele procura comprar esses negócios em um momento de impopularidade, dançando a música do Graham.

Eu acho isso fantástico. Óbvio que procuramos praticar isso.

Uma evidência foi em 2009 quando montamos posição em três papéis sendo que dois eram polêmicos: Souza Cruz, Natura e Ambev. Souza Cruz era extremamente polêmico, Natura relativamente polêmico, e Ambev não tanto - era um papel que já tinha uma unanimidade de call de compra. Os três eram papéis de múltiplos elevados.

Nós tínhamos uma leitura de que o Brasil ainda iria colher um pouco de aumento de renda e consumo. Confesso que imaginava que isso um dia iria acabar, mas não achava que seria tão duradouro. A tese de consumo em Brasil veio até 2012, 2013.



Vou explicar por que achávamos Souza Cruz mais Fisher do que Graham.

A despeito de sermos anti-tabagistas, nós respeitamos muito a Souza Cruz. O fumo fabricado no Sul do Brasil é um dos melhores blends do mundo. Começamos a entender as vantagens competitivas da companhia e o principal ponto foi compreendê-la como um grande capturador de aumento de renda da população.

Quando uma população aumenta o nível de renda - processo que o Brasil atravessou nos últimos dez anos -, ocorre todo aquele movimento aspiracional. Quem consome alcatra quer comer filé, quem tem TV aberta quer TV a cabo, e quem fuma um cigarro qualquer passa a querer fumar a marca top. A Souza Cruz captura muito bem esse movimento de upstream de linhas de consumo.

Todas as empresas ligadas a consumo (Natura, Ambev) capturaram isso, assim como as empresas de educação estão capturando hoje, graças ao FIES. O cidadão está com mais renda e ainda tem crédito bastante facilitado pelo governo. Esse upstream foi muito bem capturado por Souza Cruz, Natura e Ambev. E eram empresas caras. Foi um típico investimento Philip Fisher que nós fizemos. Sabíamos que os múltiplos estavam esticados, mas tínhamos uma convicção de que aquele vento de renda iria continuar soprando algum tempo e aqueles papéis iriam capturar esse fenômeno.

Um investimento mais Graham foi Coelce. Compramos em 2008. Era a distribuidora de energia do estado do Ceará. Lugar longe, difícil de visitar, empresa com baixa liquidez em bolsa que não fazia conference calls de resultados na época. Era a típica situação para você nem dar bola para o papel. Mas achávamos que havia coisas brilhando nos números dela que mereciam uma investigação mais aprofundada. Resolvemos apurar e tivemos uma grata surpresa. Era uma das distribuidoras mais bem geridas do país. Mas a ação tinha pouca cobertura. Olhamos, fizemos as contas. O papel estava barato. Decidimos comprar.

### **Setores que não gostamos**

A Fundamenta nunca teve aquela coisa de ser especialista em tal setor. Claro que há setores que gostamos mais, e outros que gostamos menos. Talvez por ter ficado muito tempo com tese de consumo, nós acabamos entendendo bem. Hoje, por exemplo, entendemos muito pouco do setor petroquímico. Desde quando saímos de Braskem, em 2007, parei de estudar o setor. Naquela época eu entendia bastante.

Precisamos estar sempre com giz no taco para diversos setores. Acho importante essa flexibilidade de investigar vários segmentos. Não adianta focar somente em um

só, pois sabemos que há altas e baixas em qualquer setor. O ideal é ter rapidez em saber quando deve migrar os canhões de pesquisa e análise para outro segmento.

Por exemplo, construção civil. Analisamos muito construção civil em 2008, 2009 e 2010. Chegamos a investir no setor em 2010. Rapidamente percebemos que havia riscos de que o setor estaria passando por uma possível euforia e se tivesse um downturn poderia haver quedas fortes. Abandonamos o setor, mas ficamos olhando. Mantemos o giz no taco. Daqui a pouco o setor está na lona e alguns papéis chegam no liquidation value, despertando a atenção.

Por isso visão genérica. Naturalmente nos tornamos especialistas dos setores que estamos investindo por acompanharmos com mais vigor.

Por outro lado, temos preconceito com alguns setores. Não gostamos do setor aéreo, por exemplo. Achamos o arcabouço de riscos tão perverso que é muito difícil ter alguma previsibilidade de geração de valor. Especialmente enquanto o barril de petróleo estiver flertando com US\$ 100 ou mais, esse setor dificilmente ganha dinheiro. Frigorífico também é um business de riscos que a empresa não controla, difícil de se prever. Açúcar e álcool é outro setor que também julgamos como muito delicado para dominar o mapa de riscos.

Nunca tivemos nada desses três setores por conta da incapacidade de julgar quando tal setor chegou em uma margem de segurança.

### **Empresas Nível I, II e III**

Por termos uma equipe limitada (quatro analistas), não dá para cobrir todas as empresas com nível profundo de detalhamento. Então, primeiramente, fazemos um filtro. Se a empresa não tem um nível mínimo de retorno sobre o capital empregado em um histórico razoável de tempo ou uma liquidez mínima, nem damos bola para ela. Passaram por esse filtro, aproximadamente, 150 empresas.

A partir daí elegemos as companhias em categorias. Chamamos internamente de empresas Nível I, Nível II e Nível III.

Nível I são as empresas que entendemos que vale a pena dedicar tempo e energia de alguma analista para fazer um modelo aprofundado da empresa, com relatório qualitativo. Temos hoje um estoque de cerca de 40 empresas no segmento Nível I.

No Nível 2 é onde há o maior número de empresas. São cerca de 120. São companhias que concluímos que, por algum motivo ou outro, não vale a pena

modelar profundamente. Por exemplo, Petrobras. É uma empresa que tem uma ampla cobertura no mercado. Há analistas que cobrem oil & gás de vários países, com acesso a informações e comparação com pares internacionais. Nós achamos que devotar um analista nosso para fazer uma análise não vai agregar valor. A Petrobras tem outro agravante porque, nos últimos anos, tem se mostrado uma empresa de difícil previsibilidade. Práticas de gestão que incomodam bastante.

Sem dúvida o tema governança é algo importantíssimo para nós. Uma empresa que não tem governança carrega um grau de surpresa que nos perturba.

Não dá para entrar em companhia com mancha de governança corporativa. Sabemos de casos em que houve má governança no passado e depois aprenderam o valor de ter uma governança correta. Nesses casos nós damos voto de confiança. Mas é preciso claras indicações. Muita gente se diz boa de governança, mas é só no discurso.

Já no Nível III são tipicamente empresas de menor capitalização. Podemos ter small caps nos níveis I e II, mas normalmente Nível III são empresas sem cobertura que já passaram pelo filtro inicial, mas que caíram e, por enquanto, não será Nível I (não vamos devotar tempo para analisar). E não entra no Nível II porque precisa ter alguém cobrindo no mercado. Deixamos ela gravitando no nosso radar de informações porque, se por acaso aquela companhia aparentar ter valor, destacamos uma analista com mais afinidade no setor, e ele analisa mais profundamente. Se gostamos damos um upgrade para Nível I.

Um exemplo de Nível III foi Graziottin, que não tinha cobertura. Olhamos esse papel em 2005. Na época muita coisa tinha subido e Graziottin estava lá com dividend yield elevado e múltiplos baixos. Sempre tem aquela justificativa de que a liquidez é baixa, a empresa fica em Passo Fundo (RS), não faz conference call, não tem press release. Decidimos investigar se fazia sentido estar barata. Fomos até lá, conversamos com a família e tivemos uma gratíssima surpresa. Foram super receptivos, responderam nossas perguntas, deram um recado muito transparente e claro. Nós gostamos e chegamos a fazer investimento no fim de 2005 e início de 2006. Depois chegamos a sair um pouco cedo do papel, passou do preço razoável e vendemos.

Ainda no nosso processo decisório, temos um sistema proprietário que faz ponderações para responder perguntas. Por exemplo, o que é mais barato um papel com relação preço/lucro 7x ou um papel preço/lucro 20x? A resposta mais imediata é 7x. Mas não podemos simplesmente usar essa variável e chegar a uma conclusão. Uma empresa com preço/lucro 20x pode dobrar o resultado por dois anos seguidos, enquanto uma empresa com preço/lucro 7x pode ficar com o lucro parado ou ter queda no resultado. Há que se relativizar essas coisas.

Uma variável muito importante das análises é entender os indicadores de rentabilidade da companhia, medidos pelo retorno sobre o capital empregado e o retorno sobre o patrimônio líquido. São duas variáveis que ajudam a separar os casos que estão potencialmente caros de casos que estão potencialmente baratos.

Mas isso não é simples. Tentamos identificar para cada companhia uma variável que chamamos de retorno sustentável. Veja o exemplo de siderurgia, que está passando por um momento impopular. Nos tempos áureos de 2007 e 2008, esse setor chegou a operar a 13x book value. Hoje vemos Usiminas a 0,5x book value, Gerdau a 0,7x book value. É um setor cíclico, ligado a commodity, há momentos de tristeza e momentos de alegria. Procuramos determinar uma variável sustentável, o ponto médio deste ciclo. Não vou dizer que o retorno sobre capital é o nível atual de 5%, 6%, mas também não posso dizer que 20% é um número sustentável. Se tivermos êxito nesse processo, conseguimos estabelecer uma meta em que você consegue perceber quando o papel está caro e quando o papel está barato.

Aí é hora de lembrarmos dos ensinamentos do Benjamin Graham. Um bom analista deve saber responder se “essa empresa corre risco de quebrar, de entrar em uma espiral de estresse como ocorreu, por exemplo, com Lupatech?”. Se a resposta for negativa, então ela está potencialmente ebarata para você comprar. Mas é difícil quando que o valor vai revelar.

Em suma, o momento de investir é uma mescla de utilizar o trabalho de análise com as empresas do Nível I, II e III, e imputar em nosso modelo que relativiza tudo isso. Daqui a pouco nosso modelo dirá que é melhor comprar uma ação da Gerdau do que comprar uma empresa de educação, que é a coqueluche hoje do momento.

### **Quanto investir em cada ação?**

Mais importante do que escolher qual papel ter na carteira é entender quanto alocar neste papel.

Nas empresas de Nível I sabemos que estamos comendo comida feita em casa. É natural que tenhamos uma propensão maior em investir em casos Nível I, permitindo uma participação maior na carteira.

No Fundamenta FIA não deixamos nenhuma posição individual ter mais de 10% da carteira. Isso para empresas de Nível I. Empresas de Nível II, como nós importamos informação de terceiros, limitamos a 5% a posição individual. E Nível III funciona mais

como uma incubadora de ideias, não há limite para elas. E procuramos não deixar que algum setor tenha mais do que 20% da carteira, que gira entre 15 a 20 papéis.

Isso faz com que tenhamos um resultado bastante consistente. Não queremos ser uma casa que acerta em determinado ano, acumula uma gordura de ganho, e aí pode ficar quatro anos sem dar resultado e ficar se gabando. Precisamos ficar consistentemente buscando entregar resultado.

Outro aspecto que temos é que nós giramos muito pouco a carteira. Entendemos que é um indicativo de maturidade da nossa área de análise.

### **Um cheque de R\$ 30 milhões**

Hoje basicamente 46% do nosso passivo é pessoa física. A maioria maior é family & friends, nosso networking. Ao longo da história da Fundamenta, em 2010, quando estávamos com o processo de investimento um pouco mais consolidado tivemos a ajuda de um grande family office do Brasil, que ainda é nosso maior cliente hoje. Está conosco desde o início do fundo e tem 17% desses 30% de institucionais. Aos poucos estamos colocando em mais distribuidores, trabalhando a parte comercial.

Uma dificuldade que ao mesmo tempo nos criou uma cultura de garra em querer crescer foi que nunca tivemos um cara para dizer “darei um cheque R\$ 30 milhões a vocês”, dobrando o PL de uma hora para outra. Nunca passamos por isso. Adoraria, nada contra, mas é uma coisa que sempre nos motivou a correr atrás com paciência e disciplina para fazer tudo no tempo certo.

### **Diferencial da Fundamenta**

Eu destacaria como diferencial da Fundamenta a nossa postura empreendedora de buscar nas empresas que analisamos se portar como próprio gestor do negócio. Isso não é algo fácil de se implantar na equipe de análise.

Outro fator é muita disciplina. Pode parecer singelo falar isso, mas disciplina é algo muito difícil. A despeito de rumor disso ou notícia daquilo, temos sempre muita disciplina com informações e fatos que tomarmos como verdade para assumir uma tese de investimento.

E talvez o fato de estarmos em Porto Alegre (RS), fora do eixo onde as grandes coisas acontecem no país, ficamos um pouco por fora de muitos ruídos. Às vezes isso

é bom, às vezes é ruim. Às vezes é melhor que não fiquemos tentados a mudar de opinião porque acreditamos que os fundamentos das empresas não mudam do dia para a noite. Eles são mais estáveis do que o mercado financeiro.

Já trabalhei fora do mercado financeiro, o ritmo é muito mais reativo do que proativo. O mercado tenta ser proativo a tudo, mas de vez em quando reage a algo sem certeza se vai se concretizar. Essa hiperatividade deve ser evitada.

Estudamos com calma e quando investimos, pensamos em ficar um tempo razoavelmente grande. O tempo médio de permanência de um papel na carteira deve estar beirando dois anos, em média.

Investimos como se fosse efetivamente comprar uma participação em uma empresa de capital fechado, não cotada em bolsa, e nos sentimos como um empresário por trás daquele negócio, acompanhando o que está acontecendo, falando com empresa, concorrente, ex-funcionário, enfim, todo o trabalho investigativo que vai mitigando o risco do desconhecimento e nos deixando mais confortáveis sobre o tema.

## **Conheça os principais cases da Fundamenta**

A carteira do Fundamenta FIA contém de 15 a 20 papéis, sem o uso de derivativos. “Sempre compramos coisas que são tese de investimento consistente, e não uma aposta qualquer. Nunca tivemos nada do Grupo X por acharmos que não havia margem de segurança”, diz Valter Bianchi, sócio-fundador da gestora de recursos.

A análise considera filtragem por liquidez e comportamento histórico do retorno sobre o capital, dividindo as empresas em Nível I (boa previsibilidade de geração de valor), Nível II (baixa previsibilidade de geração de valor) e Nível III (sem cobertura do mercado). As teses de investimento levam em conta premissas extraídas nos debates dos comitês de macroeconomia, análise e comitê de risco.

Na hora de definir a posição do investimento, o fundo concentra recursos em empresas com maior probabilidade de perspectivas subprecificadas.

Veja abaixo os racionais de investimento de posições importantes da carteira atual do Fundamenta FIA, apresentados por Valter Bianchi.

### **Marcopolo (POMO)**

Marcopolo é um tema que investimos recentemente. Acharmos que está sofrendo pela indefinição política. Marcopolo é uma empresa cujo desempenho da ação nos últimos 12 meses é ruim, está entre as maiores quedas do setor de bens de capital.

A indefinição das renovações de ônibus explica essa tendência. Isso porque, no ano passado, houve os protestos na rua por conta do aumento de tarifa de R\$ 0,20. As tarifas ficaram congeladas e as empresas não estão investindo. Os ônibus estão sucateados e a população vem reivindicando melhores condições dos ônibus. Agora o papel está em compasso de espera sob incertezas com o sistema de licitação.

Marcopolo é uma empresa bem gerida que vive esse momento de impopularidade. É um dos temas que no ano que vem terá definição. Não dá para deixar essa insatisfação do povo para sempre. Em algum momento deverão endereçar o problema das condições ruins dos ônibus. As pessoas melhoraram o nível de renda e estão mais exigentes.

## **Cetip (CTIP)**

Investimentos em Cetip em 2011. Ainda temos na carteira uma participação importante. Nós achamos que o mercado de capitais no Brasil precisa continuar evoluindo, especialmente o mercado de renda fixa.

Além disso, o aumento do nível de bancarização da população ajuda a Cetip. O Brasil ainda tem uma cultura de cartório, importada de Portugal. E a Cetip é um grande cartório de registros que funciona bem.

Compramos Cetip antes dos rumores de concorrência com BM&FBovespa. Não vendemos. Investigamos para saber até que ponto esta maior competição seria tão nociva quanto estava se pleiteando. A verdade é que vai demorar para que haja, de fato, uma briga. Há o desafio tecnológico e a questão de costume dos operadores, hoje acostumados ao sistema da Cetip. Uma mudança súbita de sistema seria um problema para um banco. Aumenta o risco de erro operacional.

A partir daí percebemos que a Cetip tinha esse fator de barreira de entrada que não era pequena. Além dos rumores de concorrência, o papel também sofreu após a compra da GRV, em 2010. O sistema GRV depende muito do mercado de financiamento automotivo, que começou a engasgar em meados de 2010 e 2011. Como se não bastasse a menor atividade do financiamento automotivo, alguns Detrans do país começaram a querer se desconectar do sistema nacional de gravames, trazendo um elemento novo em nosso mapa de riscos. Investigamos um pouco mais e entendemos que aquilo não tirava a margem de segurança para investir nas ações da empresa.

A Cetip carrega todas as características que gostamos. É forte geradora de caixa resiliente. Se o mercado está indo bem, tem gente fazendo TED, banco emitindo CDBs, empresa lançando debêntures e letras financeiras. São várias fontes de receita. E quando o mercado fica mais estressado, como no ano passado, aumenta a vol do câmbio e da curva de juros, e a Cetip ganha bastante dinheiro com isso. É uma característica de receita interessante.

Além disso, o mercado de renda fixa no Brasil é uma ervilha. Nos Estados Unidos é dez vezes maior do que a Bolsa local, que já é grande. Aqui, pelo tamanho e representatividade do Brasil, deveríamos ter um mercado de renda fixa muito mais pujante.

Assim a Cetip é um case de crença na necessidade de desenvolvimento do mercado de renda fixa no Brasil. O que vem ocorrendo é um processo de solidificação do



mercado. Houve uma pausa agora diante essa incerteza econômica, mas haverá continuidade depois.

Outra coisa que nos agrada muito é a inovação. A Cetip inova muito. Recentemente ela lançou ferramentas (como Cetip Trader) na tentativa de organizar um pouco mais o mercado de renda fixa, que hoje é essencialmente mercado de renda fixa de balcão, ao contrário de Bolsa de Valores, onde você pode entrar no sistema de homebroker e casar e executar a ordem na hora.

Nesse contexto a Cetip também está trabalhando na questão do “gravame imobiliário” que eu julgo que fará um bem tremendo ao nosso país. Quem já comprou imóvel sabe o que o processo de registro é caro, tudo é lento, em linha com aquela cultura de cartório. A Cetip quer tornar isso eletrônico e mais prático.

Só o fato de evitar a ida da pessoa até o cartório já é um ganho fenomenal, além dos benefícios de acessar essa informação eletronicamente. A Cetip já lançou uma plataforma de banco de dados de avaliação de imóveis. Quando o banco vai conceder um financiamento, a instituição financeira precisa avaliar o imóvel. Com o tempo os bancos entenderão que vale a pena consolidar isso porque o imóvel avaliado há dois anos já deixa uma referência para uma próxima avaliação.

São ganhos de produtividade que nosso país precisa desesperadamente realizar. Queremos estar em uma tese de investimento de algo que será demandado pela sociedade ao longo do tempo.

## **Itaú (ITUB)**

Carregamos a ação do banco Itaú na carteira há uns cinco anos. Achamos que banco no Brasil não tem tempo ruim. Eventualmente há um pouco de pressão de governo ou inadimplência, mas essencialmente a forma como os grandes bancos no Brasil são geridos, especialmente o Itaú, mostra grande preocupação de preservação da instituição financeira. Respeitamos muito isso.

Além disso acreditamos que o setor captura o crescimento do país com boa segurança porque os bancos também sabem acelerar ou frear a atividade conforme percebem melhora ou piora do cenário.

Esta é uma tese de investimento estrutural, que assim como Cetip representa 10% da carteira.

## **Vivo (VIVT)**

Também temos 10% da carteira em Vivo.

O Brasil chegou a um ponto em que temos mais de um celular por habitante. Isso seria um indicativo correto de exaustão de mercado, como telefonia fixa que está declinando. O que está exibindo taxa de crescimento é internet, especialmente internet móvel, no celular.

Quando uma pessoa está insatisfeita com o que está pagando de celular, ela liga para a operadora, “dá uma chorada” e a operadora concede desconto. Ou então reclama e faz uma portabilidade para a concorrente, que sempre vai oferecer uma condição melhor. Porém, no ano passado, houve quase um apagão de celular, nenhuma operadora estava trabalhando bem. Foi quando a Anatel deu um puxão de orelha geral e proibiu as operadoras de vender pacotes se elas não tivessem capacidade de rede para entregar. Isso afetou bastante a TIM e a Oi.

O mercado cresceu muito na base do pré-pago. Houve uma enxurrada de telefone e hoje a grossa maioria de usuários de celular no Brasil é do pré-pago, que não dá muita rentabilidade para a operadora. Mas telefonia é um business de alto capital investido. Requer muita grana, muita capacidade de antena e tecnologia.

Como estamos hoje no mercado de móvel? Há basicamente quatro companhias no Brasil: Vivo, Oi, TIM e Claro, junto com a Net, do Carlos Slim. Qual a situação dessas companhias? A Oi está com sério problema de endividamento e com imbróglia societária. A TIM se tornou uma telefonia móvel isolada, sem fixa, então ficou com uma perna bamba no processo. Há indicações de que será vendida. A Claro está um pouco melhor. O embate hoje é entre Claro e Vivo.

Nós entendemos que este é um setor que precisará continuar investindo cada vez mais em tecnologia. As pessoas querem mais velocidade. Imagine se, de uma hora para outra, um decreto proibisse a internet no celular ou internet ilimitada em escritório. Iria gerar uma ruptura em produtividade. Então isso se tornou um bem essencial, a ponto de que se essas operadoras, por exemplo, quisessem aumentar em 30% os preços das tarifas, nós vamos pagar. Não vamos cancelar.

O primeiro movimento aconteceu no ano passado com o fim da “várzea” da competição. Até então a impressão era que o negócio no setor era a disputa por participação de mercado. E nitidamente a Vivo e a Claro foram os cavalos que chegaram melhores posicionados para encarar este processo, desde a privatização até agora. As demais, que se envolveram em imbróglia, talvez daqui alguns anos estejam melhor, mas hoje estão muito fragilizadas para acompanhar investimentos.

O fato é que a sociedade vai demandar mais conectividade. Há um movimento importante de conversão de clientes pré-pago para clientes pós-pago. A Vivo está capturando isso como ninguém. Ela começou essa racionalização da base.

A migração de pré-pago para pós-pago dará um upstream no ARPU (receita média por usuário) das companhias que não é desprezível. Agora é hora das empresas ganharem dinheiro. De 2000 até agora, durante forte competição, o ARPU vinha caindo e termos nominais. Pergunte a alguém quando houve aumento de tarifa de celular. Nós sempre reduzíamos o custo. Hoje a situação é mais complicada.

Creio que, daqui para frente, as empresas terão uma gradual recuperação no pricing power. Eu acho que a Vivo está muito bem posicionada nesta fase em que a concorrência está mais racional. E isso gera caixa.

Estamos muito animados com esta nova fase da concorrência na telefonia do Brasil. Acabou a briga por cliente, agora é tempo de desnatar o rentável do não rentável. Os indicadores de rentabilidade das companhias vão melhorar.

Além disso, a Vivo tem feito uma série de iniciativas interessantes internamente. A companhia fez a operação de fusão com a Telesp há algum tempo e terá ganhos fiscais relevantes para revelar.

Podemos estar errados neste call. Errar no sentido de a competição continuar ou voltar a ter sintomas de irracionalidade. Ou ainda se o Brasil sofrer um choque negativo de renda por conta de crise em 2015. Mas aí as principais afetadas serão as fragilizadas, como Oi (muita dívida) e TIM (só tem telefonia móvel). Então a Vivo sofreria menos do que as outras e, no fim das contas, sempre vai emergir fortalecida porque eu não consigo imaginar a sociedade sem telefonia, sem conectividade.

## **Tractebel (TBLE)**

O caso de investimento em Tractebel é interessante porque sempre compramos a ação da empresa como uma forma de estar comprado na ineficiência do governo.

Achávamos, especialmente com a MP 579, que o governo tinha feito um equívoco tão grande que resultaria em um aperto de oferta e demanda de energia. Não imaginávamos que viria tão cedo e tão intenso com esse negócio de racionamento. São Pedro ajudou esse call a se materializar.

A Tractebel é uma geradora que tem energia hidrelétrica e termelétrica. A parte hidrelétrica sofre muito em uma situação em que há escassez de chuvas e não é

decretado o racionamento formal. Por que? O sistema elétrico do país é um grande condomínio em que, se no Sul está bem de chuva e no Norte está mal de chuva, eles racham a conta do prejuízo entre si. As geradoras do Sul e do Sudeste pagam um pouco da conta da geradora do Norte, ou seja, todo mundo divide a conta do malogro meteorológico. Quando chegamos em uma situação severa como esta, o que seria o correto? O Operador Nacional do Sistema (ONS) decretar racionamento, porque assim aliviaria um pouco o desequilíbrio entre a oferta esperada da energia hídrica e a oferta efetiva da energia hídrica, diminuindo parte do potencial prejuízo das companhias. Só que a maldição é que o racionamento está vindo em ano eleitoral, e falar em racionamento/apagão é palavrão dentro do governo. Então o governo evita decretar racionamento por razões políticas, mas eleva o risco hidrológico a tal ponto que pode ficar muito sério para corrigir no ano que vem.

Nós tínhamos 10% de Tractebel até dois meses atrás. Quando notamos este risco, reduzimos para 6%. O preço do bem que ela vende (energia) subiu muito, então acertamos na questão de que o governo não seria capaz de entregar a oferta a tempo de atender a demanda do Brasil. Mas o que nós não imaginávamos é que essa combinação de racionamento e ano político criaria uma situação potencialmente perversa para a companhia. É uma situação temporária, conjuntural, mas a Tractebel pode ter uma redução significativa no resultado.

O melhor para a empresa seria se o governo assumisse o problema e decretasse racionamento. Isso reequilibraria as variáveis das usinas hidrelétricas e diminuiria o prejuízo porque, essencialmente, elas estão comprando hoje energia no spot, que é uma conta impagável. Então haverá um prejuízo de curto prazo, que tende a se estabilizar mais adiante.

Mas é uma empresa muito bem gerida, com excelente grau de governança e se comunica muito bem com o mercado. Um player privado no setor elétrico que faz as coisas dentro da racionalidade. É um excelente caso de investimento para ter na carteira, uma tese de longo prazo.

## **Opinião Empiricus sobre investimentos da Fundamenta**

Veja abaixo o que a equipe da Empiricus pensa sobre os racionais de investimento apresentados pelo gestor da Fundamenta Investimentos.

### **Marcopolo (POMO)**

No meio deste contexto negativo de autos, as ações da Marcopolo, fabricante de ônibus, sofrem queda de 17% desde o início do ano.

Marcopolo que em tese seria uma das maiores beneficiadas pela Copa e pela proximidade das eleições, como prerrogativas para renovação de frota e investimentos em mobilidade urbana...

O crescimento não se confirmou e os resultados seguem pressionados pela inflação de custos, deteriorando as margens da companhia. Paralelamente, o mercado sempre pagou um “prêmio” pelas ações da empresa, que de fato é uma boa companhia operacionalmente e com forte posição de mercado. Por outro lado, esse “prêmio” potencializou a trajetória descendente quando da virada negativa dos resultados.

Ainda achamos POMO4 pouco atrativa negociando próxima de 14x lucros do exercício, portanto, não recomendamos posição pensando em fundamentos e com base em ganhos de médio a longo prazo.

Mas não que isso signifique indiferença a um alerta de curto prazo, baseado em fluxo. A nova carteira do Ibovespa, que valerá para o período de setembro a dezembro, deve incluir os papéis da companhia.

### **Cetip (CTIP)**

Cetip é investimento obrigatório para quem olha para crescimento de earnings per share ao longo do tempo. Acho que tem uma posição monopolista melhor que a de BM&F Bovespa, pois a hipótese de abertura de mercado não é mais um tabu para ela (nesse sentido, lembra Cielo).

Do ponto de vista de free cash flow, é uma máquina. Agora pode tomar dívida barata e alavancar dividendos. Tem versatilidade para desenvolver GRV Imobiliária, fazer novas aquisições, internacionalizar com ajuda da ICE ou trazer soluções da ICE para o Brasil. Muita gente vê como um case financeiro, mas é obviamente um case de TI.

## **Itaú (ITUB)**

A ação do Itaú deu uma boa andada neste ano, outperformando merecidamente o Ibovespa, à medida que o mercado percebeu que bancos eram um bom lugar para se ficar num cenário de alta da taxa de juros, inadimplência controlada e algum crescimento da carteira de crédito, em torno de 10% ao ano.

Lógico que você sempre pode ter uma visão pessimista, avaliando que 10% ao ano é menos do que os 20% ao ano de anos atrás, ou que inadimplência voltará a incomodar. Porém, estruturalmente, os spreads acabam compensando isso, ao menos parcialmente.

Além disso, Itaú mudou o mix da carteira para ganhar mais com escala; e nisso ele é imbatível. Não é a escala de Banco do Brasil, no esquema "bom" para todos. É escala preservando margens ajustadas a um menor perfil de risco - como em crédito imobiliário, por exemplo. Merece o status de principal ação do Ibov.

## **Vivo (VIVT)**

Telefônica Vivo apresentou resultados acima do consenso nos níveis de receita e lucro. A reação positiva das ações flerta também com a possibilidade de bons proventos à frente, reforçando os papéis como uma opção de vaca leiteira.

Todavia, ponderamos também que um Ebitda ainda estável impede maior dose de otimismo. Nossa recomendação é neutra, com viés de alta no curto prazo.

## **Tractebel (TBLE)**

Também consideramos a empresa muito bem gerida e um dos modelos de eficiência dentro do setor. Nossa recomendação neutra se ampara na identificação de pares também eficientes, com dividendos mais robustos, e um pé atrás relacionado à transferência de Jirau, ainda não iniciada.

Sobre o curto prazo, pela organização do setor elétrico hoje, faz muito mais diferença estar ou não contratada do que ter ou não termelétricas. É por esse motivo que Cesp (descontratada) ganha com o cenário atual, enquanto observamos duas empresas que tem termelétricas sofrendo: Eneva (com déficit de energia para honrar contratos) e Tractebel (quase 100% contratada).

## Desempenho de cada um dos fundos de ações apresentados na série “Conversas com Gestores” desde o início da cobertura

Fundo	Gestora	Data	Evolução	Ibovespa	CDI
<a href="#">Nest Ações</a>	Nest Investimentos	15 de julho de 2013	+5,50%	27,32%	10,19%
<a href="#">Victoire Small Cap Ações</a>	Victoire Brasil Investimentos	29 de julho de 2013	-5,70%	17,30%	9,84%
<a href="#">GTI Value</a>	GTI Administração de Recursos	12 de agosto de 2013	-0,59%	16,24%	9,50%
<a href="#">Rio Bravo Fundamental</a>	Rio Bravo Investimentos	26 de agosto de 2013	+5,02%	11,06%	9,12%
<a href="#">Skopos BRK</a>	Skopos Investimentos	9 de setembro de 2013	-21,86%	7,86%	8,77%
<a href="#">Bresser Ações</a>	Bresser Administração de Recursos	23 de setembro de 2013	+16,73%	7,14%	8,41%
<a href="#">Kondor Equity</a>	Kondor Invest	8 de outubro de 2013	+0,47%	10,60%	8,01%
<a href="#">Set</a>	Set Investimentos	22 de outubro de 2013	-12,89%	3,38%	7,63%
<a href="#">Gávea Ações</a>	Gávea Investimentos	5 de novembro de 2013	+6,52%	6,50%	7,25%
<a href="#">Apex Ações</a>	Apex Capital	19 de novembro de 2013	+3,70%	6,75%	6,91%
<a href="#">Mauá Orion</a>	Mauá Sekular	3 de dezembro de 2013	-5,77%	13,13%	6,53%
<a href="#">Edge Value</a>	Edge Investimentos	17 de dezembro de 2013	+3,43%	15,30%	6,14%
<a href="#">Oceana Long Biased</a>	Oceana Investimentos	24 de janeiro de 2014	+8,21%	19,98%	5,15%
<a href="#">Humaitá Absolute</a>	Humaitá Investimentos	11 de março de 2014	+14,39%	27,32%	3,88%
<a href="#">Amazônia</a>	Amazônia Capital	25 de abril de 2014	+0,10%	11,88%	2,60%
<a href="#">DLM</a>	DLM Invista	31 de maio de 2014	+3,46%	12,34%	1,52%

Fonte: Empiricus

**Analistas Responsáveis**

Beatriz Nantes, CNPI

Felipe Miranda, CNPI

Rodolfo Amstalden, CNPI\*

Roberto Altenhofen, CNPI

**Assistentes de Análise**

Gabriel Casonato, CNPI-T

João Françaolin

**Disclosure**

Elaborado por analistas independentes da Empiricus, este relatório é de uso exclusivo de seu destinatário, não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de publicação. Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças. Nem a Empiricus nem os analistas respondem pela veracidade ou qualidade do conteúdo.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da Empiricus e os destinatários. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

Informações adicionais sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros aqui abordados podem ser obtidas mediante solicitação.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 17º da Instrução CVM nº 483/10, que:

+ As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

+ Os analistas são sócios e participam dos lucros da Iguatemi Gestão, que mantém em fundos e carteiras de valores mobiliários que administra ativos objeto de análise por parte da Empiricus Research, podendo daí resultar conflito de interesses.

\* O analista Rodolfo Amstalden é o responsável principal pelo conteúdo do relatório e pelo cumprimento do disposto no Art. 16, parágrafo único da Instrução ICVM 483/10.