



Carta nº 7  
DEX FIC FIA  
Julho 2023

## **Carta - Ampliando o Escopo de Pesquisa e a Qualidade da Execução**

Nesta carta iremos comentar sobre o primeiro semestre do ano, perspectivas, performance do fundo e principais contribuições de papéis da carteira. E vamos também falar um pouco do que implementamos internamente desde a nossa última atualização.

Sem mais demoras, boa leitura!

### **Ambiente de Negócios no Primeiro Semestre**

O primeiro semestre do ano foi rico em eventos tanto na frente doméstica, quanto na externa. Dado o início de governo, os eventos domésticos foram mais relevantes, na nossa opinião.

Como é natural num novo governo, há muito ruído. Muitos atores querendo ter protagonismo com agendas nem sempre convergentes, um debate rico e barulhento sobre alternativas e dúvidas sobre o *modus operandis* entre os poderes. Adicione-se a isso um momento de definição de regras fiscais e da negociação de reformas estruturantes, e temos um ambiente com muitas possibilidades e uma gama de cenários factíveis, distintos e potencialmente impactantes.

Isso tudo num pano de fundo de juros domésticos muito altos, uma inflação doméstica resistente e um ambiente de redução de exposição à renda variável por parte de pessoas físicas, seja diretamente ou indiretamente através de fundos.

E terminamos o semestre de maneira muito satisfatória, com um Arcabouço Fiscal que mitiga o risco de descontrole do nível de dívida, a aprovação da Reforma Tributária na Câmara, e mercados futuros de juros apontando para quedas de taxas.

Na frente externa tivemos, dentre vários: continuação do conflito entre Rússia e Ucrânia, sem perspectiva de término; segue o caminho de afastamento econômico entre China e EUA, e mais amplamente, a redução da integração de cadeias produtivas em torno desses países; inflação elevada nos países desenvolvidos com o FED e outros bancos centrais elevando as taxas de juros primárias; alta da bolsa americana, em particular das ações de tecnologia.

### **Perspectivas**

Acreditamos que as principais questões a serem monitoradas são:

- Aprovação final do Arcabouço Fiscal e Reforma Tributária;
- Execução fiscal, verificando-se se o equilíbrio das contas do governo se dará às custas de um aumento significativo de tributação sobre o setor privado;
- Riscos de medidas econômicas equivocadas, gerando paralisia decisória com postergação de investimentos, ou simplesmente prejudicando determinados setores da economia;
- Velocidade e extensão da redução da taxa de juros doméstica, em especial num contexto de juros externos em alta por conta da inflação resiliente no exterior.

Claro que há os riscos usuais de sempre: conflito entre os poderes, populismo econômico, questões geopolíticas, crescimento global etc.

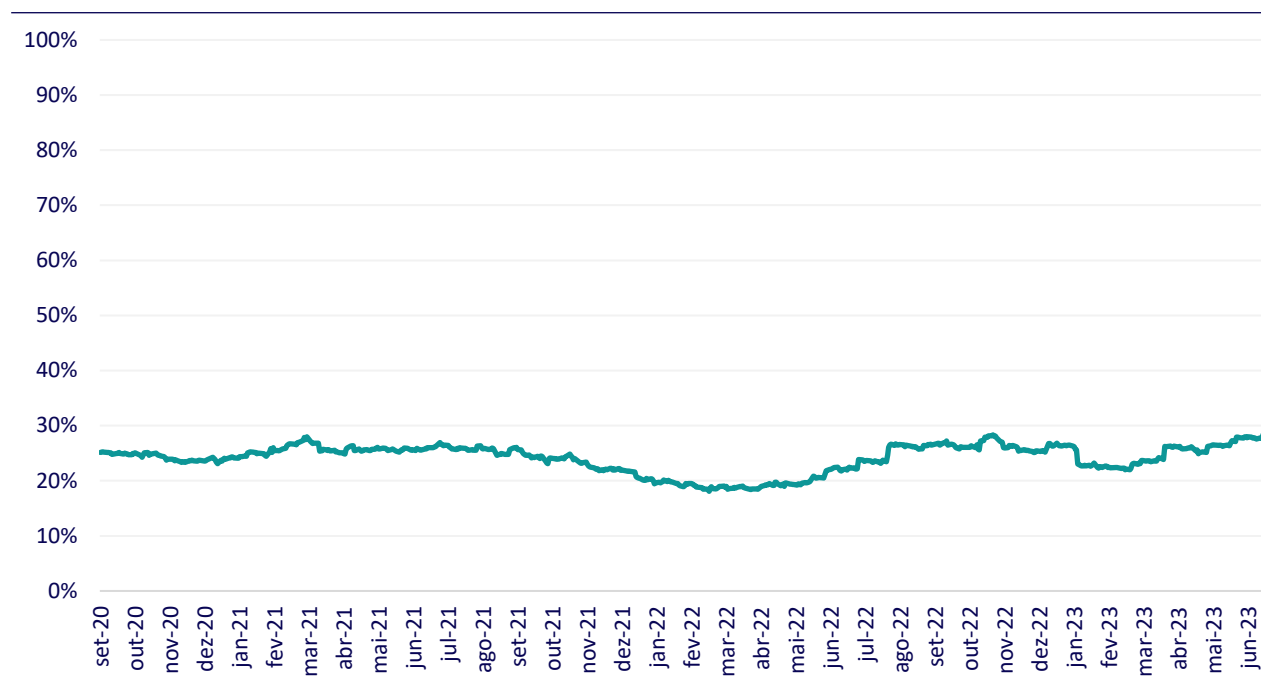
Seguimos cautelosos e otimistas, cientes de que o ambiente tem que ser monitorado e cenários alternativos devem ser contemplados.

## Performance e Principais Contribuições

O DEX FIC FIA encerrou o primeiro semestre com +11.6% de performance, e o Ibovespa com +7.6%. Apresentamos a performance do Ibovespa apenas como referência, já que, apesar desse índice ser o benchmark para fins de cálculo de taxa de performance, o portfólio do DEX FIC FIA pode ser, e tem sido, substancialmente diferente da composição do índice da Bolsa.

O gráfico abaixo ilustra que a sobreposição de posições da carteira do fundo com o Ibovespa ficou entre 18% e 28% desde o início do fundo.

### Overlap Ibovespa



Fonte: DEX Capital, LOTE45 e Quantum.

O semestre foi muito volátil, com o fundo apresentando as performances de -6.9% e +19.9% no primeiro e segundo trimestres, respectivamente (Ibovespa: -7.2% e +15.9%).

A maior contribuição de performance no semestre veio de Banco BTG Pactual (BPAC11) com 2.1% de contribuição, seguida de RD (Raia Drogasil, RADL3) com 1.4% e Grupo Mateus (GMAT3) com 1%. Outros

4 papéis tiveram contribuição entre 0.9% e 1%. Todos os números são aproximados. Como se pode notar, a performance foi bem distribuída entre vários papéis.

## **Evolução da DEX Capital**

Faz pouco mais de oito meses desde que escrevemos nossa última carta. Continuamos sendo um time de 8 pessoas que agora trabalham juntas há pelo menos 26 meses. Como já comentamos, somos fãs de melhorias incrementais, que apesar de pequenas individualmente, com o passar do tempo, tal como juros compostos, fazem uma grande diferença. E acreditamos que entramos na etapa em que as melhorias começam a ficar mais visíveis.

São duas principais áreas de evolução: escopo da pesquisa e qualidade de execução.

### *Escopo da Pesquisa*

Na parte do escopo de pesquisa ampliamos a quantidade e a profundidade do trabalho. Note que, em tese, sempre se pode ampliar as ações sob cobertura e fazer mais pesquisa num nome individual. Como o tempo é um só, na prática existe uma certa tensão entre o número de empresas cobertas e a profundidade da pesquisa em cada empresa individual.

O primeiro ponto a ressaltar é que fomos nos tornando mais rápidos e precisos em identificar o que realmente importa numa situação. Assim, dedicamos o tempo para esses pontos que vão fazer a diferença no investimento. Fácil de falar e difícil de fazer. É caso a caso, e varia no tempo. Em geral, o que mais importa num investimento são os elementos de percepção variante: os itens onde divergimos do consenso e confiamos que estamos certos, com base na análise detalhada de fatos contábeis e econômicos, e de cenários factíveis.

O segundo ponto é que passamos a entender melhor em que circunstâncias faz sentido dedicar muito tempo à pesquisa, e em quais a pesquisa pode ser menos intensa. São dois grupos de empresas.

No primeiro grupo estão as empresas líderes dos seus segmentos, ou com potencial de se tornarem líderes, com vantagens competitivas claras, e principalmente, onde a gestão da empresa tenha uma significativa capacidade de influenciar os resultados. Essas são as empresas onde queremos ter uma pesquisa permanente e detalhada. São ações candidatas a posições médias e grandes, de 3.0 a 8.0%, em geral.

No segundo grupo estão empresas onde o tamanho da posição será necessariamente menor, tipicamente de 0.5% a 3.0%. Por exemplo:

- Situações em que o *management* tem uma capacidade limitada de influenciar os resultados, como empresas de *commodities*, ou sujeitas a risco regulatório significativo, ou muito expostas ao ciclo econômico e/ou nível das taxas de juros;
- Empresas que são bons, porém não excelentes, negócios, mais expostas à competição;
- Empresas muito nichadas, que dominam seu nicho, porém com capacidade limitada de crescimento;
- Empresas pouco líquidas.

Nesse segundo grupo não faz tanto sentido, por exemplo, fazer projeções detalhadas de resultados futuros.

Em ambos os grupos, requeremos uma assimetria favorável para nos envolvermos. Mas enquanto no primeiro grupo entendemos que as empresas melhoram as posições competitivas no futuro e assim podemos demandar uma assimetria moderada no presente, no segundo grupo o patamar de assimetria requerido é maior, e mesmo assim ajustamos para baixo o tamanho das posições.

Pode-se perguntar por que nos envolvermos com essas situações menores. São três principais motivos:

- O nível significativo de assimetria por si só;
- Considerações sobre diversificação da carteira;
- Melhor monetização da pesquisa.

Sobre este último ponto, quando analisamos em detalhe uma empresa líder em seu segmento, procuramos entender o seu entorno competitivo, em especial as empresas que compõem o seu ecossistema. Muitas vezes surgem oportunidades de investimento nessas empresas secundárias, que podem estar inclusive expostas a outras oportunidades não contempladas pela empresa líder.

### *Qualidade da Execução*

Ao final de 2022 fizemos uma discussão estratégica e identificamos que alguns *trades* poderiam ter sido melhor executados. Implementamos uma série de mudanças, tais como:

- Maior flexibilidade na exposição agregada do fundo. Notamos que para manter uma determinada exposição agregada, estávamos executando *trades* secundários de pior qualidade que os *trades* primários (por exemplo, por conta de uma venda determinada pelo algoritmo de *sizing* de posições, acabávamos fazendo uma compra que o próprio algoritmo indicava que não era tão boa como a venda);
- Passamos a melhor incorporar análise técnica nas decisões de *trading*: a análise fundamental determina o tamanho das posições, mas o momento de ajuste de posições passou a ser mais determinado por análise técnica. O efeito prático disso é que estamos operando menos frequentemente, mas em tamanhos maiores, e com melhor efetividade;
- Passamos a documentar as decisões de *trade*, em adição às decisões de *sizing*, que já fazíamos. O exercício de “pôr no papel” a justificativa do *trade* é excelente para mitigar influências emocionais na execução de ordens e permite o estudo a *posteriori* das decisões, sem o viés retrospectivo.

A nossa metodologia de dimensionamento de posições prescreve de antemão 3 tamanhos de posições para níveis diferentes de preços. A ideia é que, na ausência de mudança de fundamentos ou de novas informações, se o preço sobe deveríamos querer ter menos de uma posição; se o preço cai, deveríamos querer ter mais. Claro que se o fundamento muda alteramos os tamanhos de posição para pelo menos um nível de preço.

O ponto é que temos o rebalanceamento da carteira implícito no dimensionamento das posições individuais. O resultado disso, junto com a volatilidade dos mercados e as alterações que ocorrem nos fundamentos, é que temos experimentado um giro de cerca de 20% da carteira por mês, ou de cerca de 2.4x ao ano. Assim, melhorar a qualidade de execução pode agregar ao resultado do fundo.

## Comentários Finais

Estamos bastante entusiasmados com essa combinação de ampliação de empresas cobertas, mais profundidade de pesquisa onde importa e melhor execução.

O DEX FIC FIA ainda é um fundo pequeno e pode se beneficiar de ajustes mais frequentes de posição e do envolvimento com posições menores. No momento, essas posições menores são majoritariamente de ações com muita liquidez, como VALE3 e SUZB3.

Vamos aperfeiçoando o processo de investimento, documentando suas etapas e decisões, medindo os resultados e fazendo ajustes.

Até breve!



A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR. DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO, INCLUSIVE, ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO, E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECIÇÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE SITE SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.