

ULTRA-MAR
CAPITAL MANAGEMENT

— CARTA ANUAL —
A.D. 2.022

Caros investidores,

O fundo AURUM, iniciado em 22 de fevereiro de 2.022, obteve um crescimento de 13,20% em seu patrimônio líquido, em relação a um *benchmark* de 10,86%. Para esse ano fiscal terminado em 31 de dezembro, o resultado da área de gestão foi de 4,86%.

Por sua estrutura ainda pequena, foi penalizado com as despesas relativas à regulação brasileira e aos custos de emolumentos da bolsa de valores nacional, pouco flexíveis para novos fundos, em comparação com aqueles já estabilizados. Essa foi a principal desvantagem do AURUM no ano.

Diante disso, a gestão optou por uma abordagem metódica, herança da graduação em engenharia aeroespacial da maioria dos sócios. Adotou-se um plano de negócios modular, no qual as estratégias, da mais simples para a mais complexa, foram ativadas apenas após terem sido homologadas pela área de risco. Adicionalmente, um período de *stress test* testou os limites da interação entre a gestão, a área de risco e o sistema de risco da bolsa brasileira. Os resultados obtidos foram classificados como satisfatórios e os riscos operacionais devidamente mapeados.

Cabe salientar que o AURUM nasce totalmente ciente dos seus problemas de escala. E apesar do pouco interesse da indústria nesse tema, o gestor reconhece sua importância e tem ampla experiência nesse tipo de produto. Como um fundo multiestratégia, ou *Multi-Strat*, com caráter de arbitragem em diversos mercados, a proposta do AURUM é gerar retornos totalmente desconcorrelacionados de quaisquer fatores primários de risco e produtos da indústria brasileira.

Afinal, trata-se de um fundo que se destaca por sua originalidade, distanciando-se da indústria local, que apresenta um nicho de fundos alternativos de caráter de arbitragem com poucos produtos satisfatórios, sendo a maioria deles *Single Strategy*. Por exemplo, alguns são especialistas em eventos societários e alavancam um portfólio apenas disso, enquanto outros focam em arbitragens de curto prazo na curva de juros e rapidamente encontram problemas de escala pela maneira como operam. A proposta do AURUM é ser especialista em todas essas estratégias e nas que surgirão no futuro, para que seja resolvida essa limitação do tamanho.

Seu objetivo no médio a longo prazo é alcançar um retorno líquido de 5,0% acima do *benchmark*, 5,0% de volatilidade e *drawdown*¹ esperado em 12 meses de 8,0%. Com seu crescimento, novas estratégias serão implementadas para fomentar sua competitividade e alcançar o retorno desejado.

¹ Calculado com 99% de confiança (*Maximum Drawdown Theory*).

Nesta primeira carta, a gestora apresenta a definição de alguns termos e os diferenciais da empresa. Ao leitor desinteressado por detalhes técnicos e desenho do modelo de gestão, pode-se evitar os tópicos abaixo sem prejuízo e seguir imediatamente para a página final de atribuição de performance.

TERMOS

Arbitragem

Por conta da grande latitude de definições e opiniões sobre o significado de arbitragem, convém adotar a definição da gestora:

Arbitragem – evento no qual há a expectativa de convergência de um preço para seu valor intrinsecamente justo.

Na prática, esses eventos são, em sua maioria, operações não convencionais que podem ocorrer em diferentes tipos de mercado (ações, *commodities*, juros etc) e são separados em diferentes graus de arbitragem, sendo as arbitragens de primeira ordem as mais seguras e simples e as de ordem superior as mais complexas e frágeis.

Nessa definição, arbitragem não é algo certo e sem risco, mas sim um risco específico e complexo que requer habilidade e *modus operandi* próprios para capturar o seu valor.

Risco Específico

Operações de arbitragem são classificadas como de risco específico e dependem inteiramente do discernimento da área de gestão. Isso significa que dependem da decisão de alocar risco ou não em determinado evento, e não dos movimentos do mercado em geral. Essa é a essência da desconexão do produto.

MODELO DE GESTÃO

Apesar da exposição acima sobre operações de risco específico, a gestora acredita ser impossível gerir um fundo *Multi-Strat* sem ter a área Macro como principal. Isso se faz necessário, pois em eventos extremos, como crises financeiras ou grandes mudanças geopolíticas, ocorre um “sequestro” do risco específico, e todo o risco passa a ser macro e sensível à liquidez e ao crédito. Essa dinâmica, quando não compreendida, é responsável por levar diversos arbitadores à ruína.

Portfólio (Tópico Avançado)

O AURUM possui seu portfólio de estratégias alimentado por três grandes áreas da gestora: (i) Macro, (ii) Negócios e (iii) Sistemático.

Em cada uma delas, busca-se construir estratégias com risco específico e totalmente desconectado das demais. A área Macro teve seu desempenho anual abaixo do esperado e, por isso, será analisada em detalhes nesta carta.

Resultado por área (ex-cdi, custos de corretagem e emolumentos):

MACRO 0,90%
NEGÓCIOS 1,05%
SISTEMÁTICO 2,39%

GESTÃO 4,40%

O livro Macro foi aquém do seu potencial no ano, pois sua implementação ocorreu apenas no quarto trimestre. Além disso, operou a ¼ da sua capacidade, por se encontrar em fase de homologação.

Ao contrário das estratégias típicas de arbitragem de juros na curva brasileira (curvatura), o livro do AURUM é modelado como um livro de volatilidade (opções) e não possui problema de escala até o fundo atingir R\$ 3,0 Bi. Em vez de focar em pequenas distorções de curto prazo e fluxo de *intraday*, que distorcem algumas inclinações, o fundo opera a correlação implícita entre a convexidade da curva e seu respectivo regime de volatilidade. As operações geralmente possuem um tempo de maturação de 3 a 6 meses e, futuramente, a relação será expandida para a estrutura a termo da volatilidade implícita das opções asiáticas do mercado local (IDIs) e *Swaptions*.

Eventualmente, o AURUM também opera o “descarrilhamento” das curvas de futuros de *swaps*: momento quando a curva se degenera ou passa para um regime de alta volatilidade e alta vVol (volatilidade da volatilidade). A consequência é o surgimento de precificações sem nexos, uma arbitragem macro. É importante destacar que operar em mercados instáveis é uma vantagem competitiva.

A dificuldade do produto *Multi-Strat* é a impossibilidade de saber como as estratégias interagirão entre si. Em dezembro, o gestor aumentou as posições dos livros da área Macro e a volatilidade do fundo colapsou devido à ocorrência de uma interação não esperada entre esses livros e os da área de Negócios.

Posições

Não é vantajoso para a gestora abrir suas posições, dado que muitas vezes alguns mercados podem ser ilíquidos ou a oportunidade de arbitragem não comportar muitos participantes. Dessa forma, evita-se abrir e debater detalhes de maneira pública para salvaguardar os investidores e a integridade do fundo.

PASSADO & FUTURO

2.022

O ano, com grandes mudanças geopolíticas e, conseqüentemente, alto risco de sequestro macro, foi marcante para o modelo de gestão. Apesar da guerra na Ucrânia ter gerado grandes repercussões, a maioria teve pouca relevância para a gestão de recursos, e o resultado foi positivo.

O acontecimento com maior impacto foi o confisco das reservas do Banco Central Russo e a consequente retaliação do pagamento das *commodities* russas apenas em rublo. Esse precedente de apreensão de bens e desconfiança com outras moedas provocará impactos profundos no longo prazo e marca, desde já, uma grande mudança no cenário geopolítico mundial.

2.023

A análise da inflação é o cerne da gestora. Por isso, o plano de negócios de 2.023 requer um amplo estudo do tópico para o Brasil, com a homologação de seus respectivos mercados e instrumentos. A dinâmica de preços irradia consequências para diversos setores da economia e impacta desde a função de reação do Banco Central até a necessidade de mais capital de giro nas empresas.

Na maioria dos casos, uma boa empresa não requer uma grande genialidade, e sim uma alocação coerente de capital e plena capacidade de repasse de preços. Há ceticismo em relação a companhias que são teses de *growth*.

Na área de Negócios, responsável por eventos societários e instrumentos exóticos da estrutura de capital, a difícil fase atual do ciclo econômico fomenta o surgimento de mais operações de combinações e alienações. Espera-se certa abundância desses eventos no segundo semestre, porém o risco de sequestro macro será constante. É necessário maior rigor de análise para risco de crédito das contrapartes, interferência geopolítica, risco político e litígios. Os casos com riscos aceitáveis e assimetria de preço serão adicionados ao portfólio.

A área de Sistemático iniciará uma linha de pesquisa de longo prazo focada no reconhecimento de padrões, uma abordagem que acreditamos ser totalmente descorrelacionada das estratégias já existentes. Esse avanço só foi possível após mais de 18 meses de intenso desenvolvimento para migrar toda a gestora, especialmente a área de risco, para a nuvem, enfrentando problemas que variaram desde o desenho da governança de dados ideal para o caso de uso de um Hedge Fund a questões de arquitetura de microsserviços de modelagem em Python.

Por fim, 2.023 será um ano sem grandes tendências e de resgate de produtos multimercados da indústria local, conforme já previsto no modelo de negócios. A ULTRA-MAR é um *Hedge Fund* desenhado para o longo prazo, um projeto ciente de que seus produtos se distinguirão apenas com o devido tempo e muita Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Os recursos alocados na gestora são, em sua maioria, pessoais e familiares, e nenhum dos seus principais sócios possui outro projeto de vida. As regras internas permitem apenas investimentos nos produtos da casa, garantindo um alinhamento de interesses que tende ao máximo.

Cordialmente,



Alan de Câmara

São Paulo, 19 de março A.D. 2.023



Capital Management

RESULTADO A.D. 2.022

AURUM FIC FIM (%)

| Área | Livro | Mês | Ano | Início |
|------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | Macro | 0,35 | 0,90 | 0,90 |
| | FICC | 0,38 | 0,92 | 0,92 |
| | FICC (Vol) | (0,03) | (0,02) | (0,02) |
| | Negócios | 0,36 | 1,05 | 1,05 |
| | Equities | 0,47 | 1,06 | 1,06 |
| | Debt | - | - | - |
| | Equities (Vol) | (0,11) | (0,02) | (0,02) |
| | Sistemático | 0,90 | 2,39 | 2,39 |
| | Classified | 0,90 | 2,39 | 2,39 |
| | Gestão | 1,63 | 4,40 | 4,40 |
| | Caixa | - | (0,07) | (0,07) |
| | Sub Total (ex cdi) | 1,63 | 4,33 | 4,33 |
| | Despesas (d) | (0,45) | (2,13) | (2,13) |
| | Master (d) | (0,02) | (0,18) | (0,18) |
| | FIC (d) | (0,43) | (1,95) | (1,95) |
| | Alpha | 1,18 | 2,11 | 2,11 |
| | Benchmark | 1,12 | 10,86 | 10,86 |
| | Cota | 2,31 | 13,20 | 13,20 |

Data de referência: 30 de dezembro de 2.022.

Quaisquer informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não devem ser interpretadas como recomendação de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os fundos da Ultra-Mar Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo. Estes fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Algum(s) fundo(s) podem ter menos de 12 (doze) meses, e, para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise, de, no mínimo, 12(doze) meses. Ao investidor, recomenda-se a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. O regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais dos fundos encontram-se disponíveis no site do Administrador - www.bradescobemdtvm.com.br ou pelo link https://bemdtvm.bradesco/html/bemdtvm/shareholders-information_shtm. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC.

