

**ULTRA-MAR**  
CAPITAL MANAGEMENT

— CARTA ANUAL —  
A.D. 2.023

Caros investidores,

Para o ano fiscal de 2.023, o fundo AURUM obteve um crescimento de 13,53% em seu patrimônio líquido, em relação a um *benchmark* de 13,05%. O resultado da área de gestão foi de 2,74%.

Para estratégias de risco específico, o ano foi considerado desgastante e exigente pela gestora. Períodos como esse, de mudanças legislativas, regulatórias e de insatisfação política e social, são extremamente perigosos, pois trazem à tona fatores de riscos conhecidos, mas geralmente adormecidos.

É importante destacar que produtos descorrelacionados, como o AURUM, também apresentam fatores de riscos descorrelacionados, exigindo alto grau de discernimento e flexibilidade por parte da gestão. A título de exemplo, alguns dos fatores de riscos inusitados aos quais o produto esteve exposto ao longo do ano foram: (i) a “operação padrão” do Banco Central do Brasil, que aumentou o risco operacional de algumas estratégias; (ii) a adição de um novo feriado nacional, um risco de calendário que altera toda a precificação de futuros de swap da B3, e (iii) a geopolítica.

Em resposta a esse cenário, que apresentava riscos inaceitáveis para o produto, optou-se por manobras evasivas, priorizando a conservação do resultado. Assim, respeitando a regra número um da área de gestão<sup>1</sup>, o AURUM teve um ano **defensivo**. Acredita-se que saber quando adotar uma postura defensiva é uma conduta que maximiza a sobrevivência do produto e da empresa no longo prazo.

## MODELO DE GESTÃO

A gestora tem a área Macro como principal e acredita que sem ela seja impossível gerir um fundo *Multi-Strat*. Essa necessidade surge da constatação de que em momentos extremos, como os de 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

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 descorrelacionado das demais. A área Macro teve seu desempenho anual abaixo do esperado e, por isso, será analisada em detalhes nesta carta.

<sup>1</sup>Regra número um: “Não perca dinheiro.”

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

MACRO ..... 0,06%  
NEGÓCIOS .....1,99%  
SISTEMÁTICO .....0,67%  
  
**GESTÃO ..... 2,74%**

O livro Macro foi muito aquém do seu potencial no ano, por ter operado ainda a ¼ da sua capacidade e ter sido afetado pelo risco calendário da adição de um novo feriado nacional.

A adição de um novo calendário nacional é um evento raro, porém plenamente mapeado pela gestora. Em 2.021, durante as discussões sobre a arquitetura da empresa, definiu-se que nenhuma área de risco deveria operar sem um calendário universal e unificado. O objetivo é mitigar esse fator de risco, perigoso em volatilidade e operações não convencionais de curvatura. Em 2.022, o calendário se tornou um microsserviço na nuvem, acessado por todas as frentes da empresa e com manutenção centralizada. Em 2.023, isso foi posto à prova.

Diante desse evento raríssimo, a gestão, inquirida pela Diretoria de Risco, optou por diminuir drasticamente as posições do livro de curvatura. A decisão resultou em altos custos de *trading* e na entrega do parco resultado anual. Na área Macro, o impacto calendário seria de -100 bps.

### Posições

No biênio 2.022-2.023, os eventos de *Risk Arbitrage* foram abundantes. No livro de alienação, as principais ofertas operadas pela área de Negócios foram:

<u>Shares</u>	<u>Companhia</u>	<u>Percentual da Oferta</u>	<u>Aquisição (R\$)*</u>	<u>Oferta Pública (R\$)</u>	<u>Modalidade OPA **</u>
24.800	CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A. . . . . .	0,1	20,16	24,55	III
4.826	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE (PNA) . .	0,1	40,08	42,05	I
4.308	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE (PNB) . .	1,3	40,09	46,22	I
4.400	DM FINANCEIRA S.A. . . . . .	1,5	12,85	14,61	I
34.100	FERTILIZANTES HERINGER S.A. . . . . .	0,1	14,82	14,99	III

\* Incluso custos de corretagem, emolumentos e efeitos de trading \*\* Conforme modalidades expressas na CVM 85

As posições foram abertas durante um momento de alto risco regulatório. Em 31 de março de 2.022, a nova resolução CVM 85 de Ofertas Públicas de Aquisição entrou em vigor, exigindo uma nova curva de aprendizado da gestão em relação à mensuração correta dos novos prazos de análise e conclusão dos trâmites.

A oferta do Centro de Imagem Diagnósticos S.A pode ser considerada uma das mais complexas da história e deveria ser estudada por todas as áreas de risco, pois incluiu: indeferimento do pedido de registro, celeuma de acionista minoritário, atrito entre poder jurídico e órgão regulador e risco de crédito por parte da instituição intermediária. Esses eventos, marginalizados pelo mercado por criarem assimetrias de preços, serão sempre os preferidos pela gestora, caso os riscos sejam aceitáveis.

Os principais eventos de incorporação foram operados pela área de Negócios no livro societário:

<u>Shares*</u>	<u>Companhias**</u>	<u>Percentual das novas ações emitidas</u>	<u>Desconto da Relação de Troca adquirida ***</u>	<u>Relação de Troca</u>	<u>Incorporação</u>
49.200	LOCALIZA RENT A CAR S.A. (CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS)	0,01	2,87%	0,43884	Ações
111.900	REDE D'OR SÃO LUIZ S.A. (SUL AMERICA S.A.)	0,01	1,71%	0,25610	Sociedade
386.913	XP INC. (BANCO MODAL S.A)	0,05	2,14%	0,02642	Ações

\*Ações Ordinárias da empresa incorporada \*\* Incorporadora (Incorporada) \*\*\* Incluso custos de corretagem, emolumentos, aluguel e efeitos de trading

Nas incorporações, apesar da tendência cordial desse tipo de operação, maior atenção é dada aos fatores de risco macro e regulatório. Operacionalmente, tomou-se o devido cuidado com a qualidade do aluguel da ponta vendida, para não participar de *squeezes*.

A área de Sistemático operou apenas *long & short* estatístico com alto grau de reversão à média. O modelo que se dedicará a operar tendência contínua no modo P&D (Pesquisa e Desenvolvimento).

Tendo em vista que, muitas vezes, alguns mercados podem ser ilíquidos ou a oportunidade de arbitragem pode não comportar muitos participantes, a gestora evitará debater publicamente detalhes das posições atuais do portfólio, para salvaguardar os investidores e a integridade do fundo.

## PASSADO & FUTURO

### 2.023

Globalmente, o ano de 2.023 continuou um movimento de mudança geopolítica iniciado no ano anterior: uma era de desconfiança mútua, com bancos centrais buscando ouro como moeda de reserva e desglobalização. A ausência de recessão e a resiliência da economia norte-americana foram uma grande surpresa para a casa, e a consequência será um piso mais alto para a inflação e juros nominais globais.

No Brasil, mais uma vez desde a fundação da república, o debate fiscal é o protagonista. A gestora tem encontrado dificuldade em modelar a inflação de serviços. Fatores como a memória do

processo, o patamar alto em que atualmente se encontra e políticas de transferência de renda criam uma assimetria mais favorável às surpresas negativas.

## 2.024

O ano que segue será mais uma vez desafiador para a indústria de fundos multimercados. **Não** se espera um *inflow* de captação para esse nicho, associado a um eventual otimismo oriundo do ciclo de corte de juros nominais. A gestão do passivo se mostrará tão importante quanto a gestão do ativo.

Quando os juros nominais se aproximarem dos 10,00%, ao sinal do mínimo otimismo com a bolsa, as empresas serão mais agressivas na captação de recursos via oferta subsequente e outros meios, deixando suas estruturas de capital pesadas e longe do considerado ótimo para seus acionistas.

O atual ciclo de corte, já precificado na curva de juros, parece ser desafiado por uma estrutura de juros reais longa, por volta de 6,00%. Além de não haver dinâmica da dívida que suporte esse nível de juros, um investimento em ações para ser competitivo nesse cenário deveria ter um grande desconto no preço; que não ocorre, devido à falsa sensação de segurança gerada pelo ciclo de corte nominal. É uma configuração ardilosa.

Em fevereiro de 2.024, o AURUM completou 2 anos, com um resultado de **CDI+1,5%** a.a., uma **volatilidade média** de **3,3%** a.a. e um **stress médio** de **4,2%** a.a. O produto operou intencionalmente 50% abaixo de seu potencial, pois como previsto no modelo de negócios, os dois anos iniciais deveriam ser cautelosos.

O próximo biênio buscará a utilização de 100% do risco projetado para as estratégias já consolidadas. O AURUM, respeitando suas especificações, apresentará maior volatilidade e *stress* daqui para a frente.

Cordialmente,



Alan de Câmara

São Paulo, 19 de março A.D. 2.024

**RESULTADO A.D. 2.023**
**AURUM FIC FIM (%)**

<b>ÁREA</b>	<b>RESULTADO</b>		
	<b>Mês</b>	<b>Ano</b>	<b>Início</b>
<b>Macro</b>	<b>(0,08)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,97</b>
FICC	(0,08)	0,15	1,07
FICC (Vol)	-	(0,09)	(0,10)
<b>Negócios</b>	<b>(0,08)</b>	<b>1,99</b>	<b>3,06</b>
Equities	0,01	0,66	1,74
Debt	-	-	-
Equities (Vol)	(0,09)	1,32	1,30
<b>Sistemático</b>	<b>0,26</b>	<b>0,67</b>	<b>3,08</b>
<i>Classified</i>	0,26	0,67	3,08
<b>Gestão</b>	<b>0,10</b>	<b>2,74</b>	<b>7,26</b>
Caixa	-	(0,02)	(0,09)
<b>Sub Total (ex cdi)</b>	<b>0,10</b>	<b>2,72</b>	<b>7,16</b>
<b>Despesas (d)</b>	<b>(0,17)</b>	<b>(2,24)</b>	<b>(4,32)</b>
<i>Master (d)</i>	(0,01)	(0,11)	(0,29)
<i>FIC (d)</i>	(0,16)	(2,13)	(4,04)
<b>Alpha</b>	<b>(0,07)</b>	<b>0,42</b>	<b>2,54</b>
Benchmark	0,90	13,05	25,32
<b>Cota</b>	<b>0,83</b>	<b>13,53</b>	<b>28,50</b>

Data de referência: 30 de dezembro de 2.023.



## DISCLAIMER

*A Ultra-Mar Capital Multiestratégia Gestora de Recursos Ltda. (“Ultra-Mar Capital” ou “Gestora”) é uma empresa autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM a prestar serviços de administração de carteiras conforme ato declaratório nº 19.062 de 6 de setembro de 2.021, publicado no D.O.U de 8 de setembro do mesmo ano.*

*A Gestora é uma Instituição Aderente ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros e ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Programa de Certificação Continuada.*

*A Ultra-Mar Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro.*

*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.*

*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. Algum(s) fundos(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 sítio do Administrador - [www.bradescobemdtvm.com.br](http://www.bradescobemdtvm.com.br).*

*Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, da Gestora, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC.*