

**VERDE FIC FIM**  
**Relatório de Gestão**  
Novembro de 2015

Desempenho	Novembro 2015	Acumulado 2015
Verde	2,48%	27,35%
CDI	1,06%	11,93%

Para mais informações relevantes à análise da rentabilidade deste Fundo – tais como taxa de administração, taxa de performance, rentabilidade “mês a mês” ou PL médio, consulte o Resumo Gerencial ao final deste material.

Dada a ebulição recente de eventos muito significativos, seguem alguns pensamentos sobre o quadro doméstico. Dividimos em 5 “partes”, que tratam de temas diversos.

## 1. O ano de 2015

- 1.1. Observamos a realidade econômica se desenrolar de acordo com o que vínhamos prevendo há algum tempo, já com uma crise em gestação, cujas consequências sérias sobre o PIB e o fiscal caíram como uma bomba no colo dos brasileiros e do Governo neste ano.
- 1.2. A demanda doméstica e o investimento, que vinham sendo sustentados por várias formas de artificialismo, despencaram para níveis mais baixos.
- 1.3. Margens de lucro extremamente baixas, pressionadas por custos do “combo” trabalhista, impostos altos e de má qualidade e custo de capital. O investimento demorará muito a ser retomado.



- 1.4. A não linearidade foi o fator mais relevante na economia, especialmente na arrecadação de impostos.
- 1.5. Com isso, o resultado fiscal foi para níveis desastrosos, e sem qualquer sinalização de recuperação no futuro. Não há no mundo hoje países minimamente sérios com déficit nominal semelhante ao do Brasil.
- 1.6. Novamente, a inflação pagou boa parte da conta dos desajustes do passado. A conta chegou.
- 1.7. Por fim, a dívida bruta continuou sua trajetória de forte alta, a despeito das revisões metodológicas do PIB, que elevaram bem o valor em R\$ do PIB dos anos anteriores.
- 1.8. Por estes motivos, vale lembrar do relatório de gestão do Fundo Verde de janeiro deste ano, onde se lia: *“Em síntese, estamos posicionados para um de-rating dos ativos brasileiros, que nos preços de hoje não refletem de forma adequada o contínuo processo de deterioração da economia doméstica”*. E seguíamos para o câmbio: *“O ativo com preço mais profundamente errado em nossa visão”*.
- 1.9. Apesar de tudo que foi dito nos 8 itens anteriores, os estrangeiros continuam com uma grande confiança e, por que não dizer, esperança no Brasil e com isso os fluxos de capital continuam bastante positivos. E não é apenas devido à taxa Selic nos níveis atuais e ao juro real elevado, pois o FDI continua vindo em níveis altos.

## 2. A grande perplexidade

- 2.1. Se no dia 31/12/2014 uma cartomante previsse os desdobramentos da Lava Jato, diriam certamente que ela era uma charlatã.... Para a perplexidade da sociedade brasileira, o ano se provou extremamente surpreendente no que toca ao avanço dessa investigação.



- 2.2.** Será que o risco da corrupção endêmica que assola a sociedade brasileira aumentou a ponto de que o futuro seja melhor? Não se sabe ainda se teremos algo mais duradouro, ou se os escândalos de hoje são apenas passageiros. Parece cedo para cravar.
- 2.3.** O Brasil sempre foi um lugar onde há um viés muito negativo contra o empresário. Ele sofre de todos os lados, com tributos, legislação, regulação, autuações, juros escorchantes, problemas trabalhistas de toda sorte, achaques, morosidade de licenças — uma ampla gama de problemas — e a despeito de tudo, investe seu capital contra todos os riscos.
- 2.4.** O “sistema” é aquele em que toda a lógica da interface do setor público com o privado é a da criação de dificuldades e posterior venda de facilidades. O “sistema” se alimenta disso. A lei nunca havia chegado aos que escolhem esse caminho da “compra e venda” de facilidades como hoje. A questão que fica é se a lei ficará apenas do lado dos que “compram”, ou se chegará também aos que “vendem” as facilidades... e de novo se repete a sina de que no Brasil, a vida do empresário é sempre mais dura, mesmo para o antiético. Ou seja, a corda roerá somente do lado mais fraco, dos empresários, ou estaremos entrando num mundo inteiramente novo, tal como o experimentado pela Itália no começo dos anos ‘90?

### 3. O impeachment

- 3.1.** Quase na categoria da perplexidade, quem poderia imaginar que com menos de 1 ano de 2º mandato, se acolheria um pedido de impeachment, por pedaladas fiscais, que a rigor, vinham ocorrendo há anos, desde pelo menos o início da Nova Matriz Econômica? Mas dada a relevância, merece um capítulo à parte.



- 3.2. As motivações “não aparentes” do impeachment são o desejo de parte do sistema político de “administrar melhor a Lava Jato”, aproveitando-se da baixa popularidade do Governo. São bem menos nobres do que aparentam, embora há que se reconhecer que parte da sociedade brasileira apoia o impeachment por não suportar mais paralisia, incompetência e recessão e os articuladores do impeachment sabem bem disso. Curiosamente, o PMDB está no poder indiretamente há 30 anos e é sócio do PT no que tem aparecido de ruim, menos na questão ideológica. Seu único mérito, então, foi não ter permitido que nos tornássemos um misto de Argentina com Venezuela, o que não é pouco...
- 3.3. Vai ou não vai? Como dizia Magalhães Pinto, *“política é como a nuvem. Você olha e ela está de um jeito. Olha de novo e ela já mudou”*. Por essas e outras, é difícil ter convicção de qualquer lado. A definição estará dada na véspera, de acordo com o que os parlamentares entendem sobre o que será mais provável. Sem manifestações populares maciças, com uma base pós-reforma ministerial renovada (como citou um político: “camarote no Titanic”), Dilma parece ter mais chances, mas o tempo trabalha contra, com o aprofundamento da recessão e do desemprego. Há nuances, e muito mais perguntas do que respostas.
- 3.4. A primeira nuance é: como explicar para um “popular” que o impeachment foi acolhido por causa de “aberturas de créditos extraordinários sem previsão na LDO”. Acolhida pelo presidente da Câmara, numa suposta reação à admissão da sua própria cassação por fatos ligados à Lava Jato.
- 3.5. Será que mais fatos virão à tona até a votação, implicando eventualmente o partido do vice? Isso comprometerá a sucessão? A central de dossiês voltará à produção em grande escala...
- 3.6. Não há espaço para qualquer medida impopular no curso do impeachment. O que o Governo precisa agora é de uma base unida, e não dividida pela defesa de alguma tese fiscal impopular. Isso durará até o final do processo, dure o quanto durar. Atenção: esse ponto é bem negativo para o fiscal.



- 3.7.** E se der a alternativa Temer, como ficam as reformas? Poderá um governo não-eleito, em ano eleitoral, aprovar medidas extremamente impopulares e necessárias (como a desindexação do salário mínimo e a reforma da previdência), com uma economia em frangalhos e o desemprego na lua, tendo o PT na oposição e a Lava Jato em pleno funcionamento, eventualmente se abastecendo de informações novas colhidas dentre potenciais petistas enfurecidos, supostamente com conhecimento de causa? É possível que a CPMF possa ser aprovada, ganhando um certo tempo para não mexer nos problemas estruturais, fazendo uma ponte até 2018.
- 3.8.** Em relação ao item anterior, apesar do que escrevemos, as expectativas dos agentes econômicos deverão ser positivas por algum tempo, pois eles entenderão que é o fim do PT “*as we know it*”. Achamos que essa interpretação pode estar equivocada, pois dado que ainda faltarão três anos, o PT pode renascer das cinzas eventualmente reencontrando um discurso com apelo eleitoral, dado que haverá um certo cheiro de golpe no ar e a economia demorará para se recuperar, de modo que todo o processo poderá ser um tiro pela culatra.
- 3.9.** Conseguirá o governo do PMDB efetivamente fazer uma União Nacional, em torno de princípios? Como disse Groucho Marx: “Esses são meus princípios, mas se você não gosta deles, eu tenho outros”. Como se dará a aliança? Qual será o papel do PSDB? Como colocar um político como o Serra para tocar o governo (Fazenda ou Casa Civil), sem que isso signifique necessariamente que o sucessor já esteja escolhido? Como chamar outras alianças, se a sucessão está definida? Consideramos um risco significativo para o PSDB embarcar num governo PMDB e perder, com isso, a substância eleitoral fortíssima que o partido tem hoje como oposição e colocar em risco a percepção de seus princípios. Esse é um *conundrum* que o PSDB terá que desvendar. A Marina já se posicionou muito claramente e muito bem, apoiando a impugnação da chapa Dilma-Temer, o que lhe dará uma enorme consistência eleitoral para 2018.
- 3.10.** De um jeito ou de outro, parece que os problemas fiscais brasileiros devem ficar muito piores antes que possam ser solucionados.



## 4. O problema da alocação de capital no quadro atual

- 4.1. As principais posições do fundo Verde hoje são 20% em Dólar, boa parte investido em ações no exterior; na parte em Reais, a grande alocação está em NTN-Bs de duração entre três e quatro anos e numa pequena posição aplicada em Pré de ano, montada recentemente. Além disso, temos uma pequena posição em ações brasileiras. Uma variedade de *hedges* catástrofe, posições estas bastante antigas, e algumas estruturas de derivativos compradas em Dólar e vendidas em Euro, Yen e moeda chinesa também compõem a carteira.
- 4.2. Dados os fundamentos econômicos no Brasil, não resta dúvida de que ainda estamos numa situação muito delicada, e que provavelmente não melhorará facilmente. De certa maneira, voltamos ao mundo binário de 2014, com a indefinição eleitoral.
- 4.3. Podemos dizer, assim, que acabamos o ano como começamos: o Câmbio a 3,70 e o CDS (Credit Default Swap) de cinco anos a 450 parecem ser os ativos com preços mais errados, dado o quadro fiscal. E mesmo o câmbio compatível com o CDS de cinco anos a 450 deveria ser mais depreciado (não sabemos qual dos dois está mais errado, mas vale lembrar que o CDS tem uma pressão negativa advinda da Petrobrás). Vou insistir em tentar explicar essa visão sobre o câmbio... se a dívida pública está em trajetória incontrolável, qual o valor justo do câmbio? Agora, claro, a dívida pública sempre pode ser controlável, desde que se façam reformas estruturais e muito impopulares. Quem as propuser, depois de quatro anos da economia indo mal e de um debate eleitoral com nível primário, cometerá estelionato eleitoral ou perderá as eleições.
- 4.4. Os estrangeiros continuam avaliando essa situação de maneira construtiva e dado o ambiente global ainda favorável e os juros historicamente baixíssimos ou negativos no mundo, é o fator que predomina.
- 4.5. Volto ao bom e velho dilema do gestor de recursos: fundamento vs. *market timing*. Haverá a hora certa de voltar a ter exposição muito mais alta em USD, só não parece imediatamente.... Permanecemos muito atentos.



4.6. Em resumo, somos muito negativos com o Brasil pelo fundamento. Entretanto, nosso portfólio não está tão pessimista assim por três razões:

- a. Já tem muita coisa nos preços atuais;
- b. Há risco de, se o impeachment ocorrer, provocar um *bull market*, ainda que não sustentável;
- c. Estrangeiros estão com visão e posição construtivas para Brasil.

Concluindo, estamos posicionados para um *muddle through*, porém com vários seguros catástrofe nos protegendo de uma não linearidade negativa.

## 5. Um desabafo

5.1. Nessa época do ano lembramos que as pessoas físicas e jurídicas têm o direito de direcionar 2% de seus IRs devidos para projetos de Pronon e Pronas, que beneficiam serviços médicos, de formação, treinamento e pesquisas nas áreas de oncologia e da pessoa com deficiência (Pronon: Programa Nacional de Apoio à Atenção Oncológica e Pronas: Programa Nacional de Apoio à Atenção da Saúde da Pessoa com Deficiência). Ficamos muito surpresos, para não dizer chocados, ao ver que:

5.1.1. Até a publicação do DOU de 9 de dezembro de 2015, quase a totalidade dos projetos de instituições renomadas e reconhecidas pela eficiência de seus trabalhos tais como AACD, GRAACC, Hospital Albert Einstein, Hospital Sírio Libanês, Hospital de Câncer de Barretos, Hospital Pequeno Príncipe, Dorina Nowill, entre outros, havia sido indeferida pelo novo Ministério da Saúde. Não sabemos o que estas instituições citadas pensam a respeito, não falamos em nome delas e nem sequer conversamos com alguma delas sobre este assunto.



**5.1.2.** O Ministério da Fazenda limitou o valor global a R\$ 2 milhões para a somatória de todas as doações de pessoas físicas e R\$ 178 milhões para a totalidade das doações de pessoas jurídicas, mostrando que a lei existe “apenas para inglês ver”. Isto porque se 2% já é pouco, agora colocou um teto extremamente baixo no montante total possível de ser doado, praticamente inviabilizando a contribuição da maioria dos potenciais interessados em fazê-la. Em 2014, esse teto foi de 1 bilhão e 348 milhões de reais e foi publicado em 26 de maio daquele ano, enquanto que em 2015 o teto, além de sofrer redução de aproximadamente 85%, foi publicado em 8 de dezembro.

Dessa maneira, como os doadores e possíveis recebedores podem se planejar? Dado que o dinheiro público é tão mal utilizado historicamente, por que impedir que os doadores apoiem projetos realmente bons e eficientes, por meio da pouquíssima renúncia fiscal que lhes é permitida, ao contrário do que o mundo inteiro faz?





## Breakdown – Resultados do Fundo

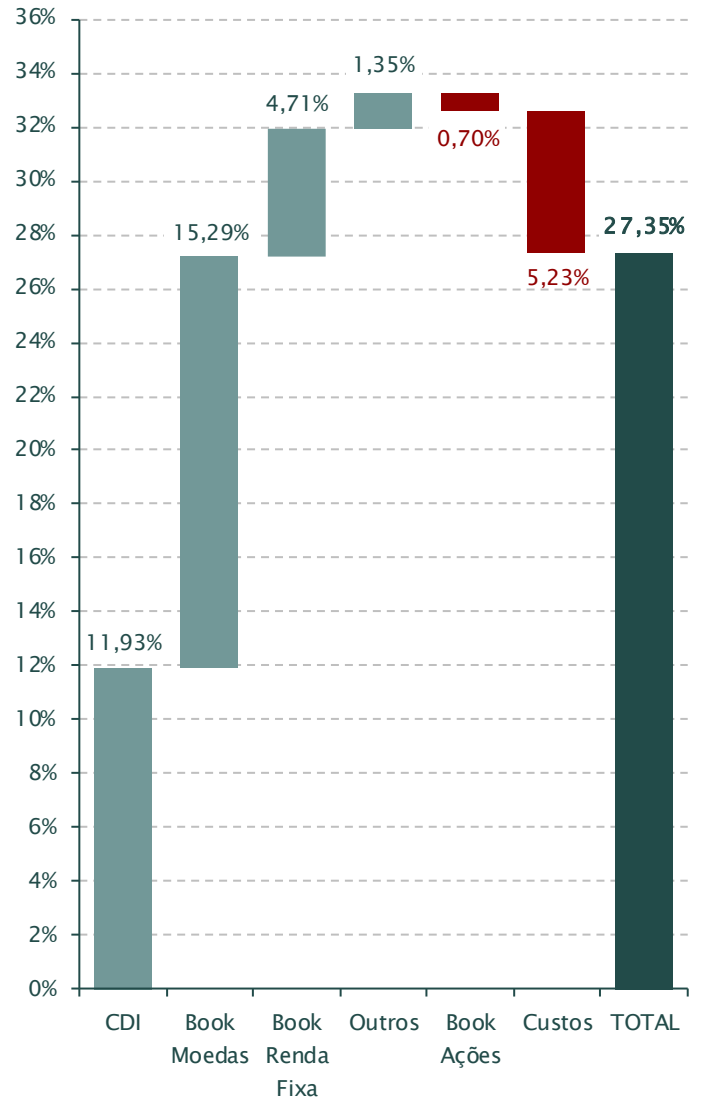
Resultado Real do Verde – rentabilidade ex CDI		
	Novembro	Acumulado
<b>I) Book Moedas</b>	<b>2015</b>	<b>2015</b>
Dólar	0,28	2,12
Opções de dólar	0,16	10,47
Moedas	1,50	2,70
<b>Resultado Moedas</b>	<b>1,94</b>	<b>15,29</b>

II) Book Renda Fixa		
DI pré	0,13	3,15
Opções de IDI	0,00	0,00
Cupom cambial	0,34	0,04
Swaps Inflação	0,05	0,48
RF Inflação	-0,31	-0,07
Global Rates	-0,16	1,59
Crédito	-0,03	-0,48
<b>Resultado Renda Fixa</b>	<b>0,02</b>	<b>4,71</b>

III) Book Ações		
<b>Resultado Ações</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,70</b>

CDI	1,06	11,93
Moedas(I)+Renda Fixa(II)+Outros	1,97	21,35
Ações(III)	-0,10	-0,70
Custos	-0,45	-5,23
<b>Resultado do Fundo</b>	<b>2,48</b>	<b>27,35</b>

Para todos os ativos que utilizamos caixa, as rentabilidades expressas acima já são reais (ex CDI)



Estratégia multimercado *flagship* lançada em 1997, é um dos maiores e mais antigos *hedge funds* brasileiros. Atua no mercado brasileiro e internacional de ações, renda fixa e moedas sob a gestão de Luis Stuhlberger.

A descrição acima não pode ser considerada como objetivo do Fundo. Todas as informações legais estão disponíveis no regulamento, lâmina ou prospecto, disponíveis no site [verdeasset.com.br](http://verdeasset.com.br)

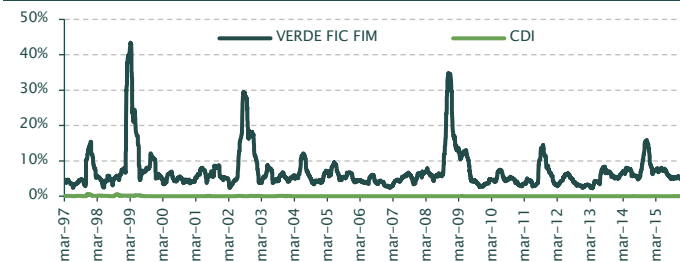
O fundo VERDE FIC FIM é resultado de uma cisão realizada em 21/mai/2015 do fundo CSHG VERDE FIC FIM, que teve início em 2/jan/1997.

Características	
Data de início	21/mai/2015*
Aplicação mínima	R\$ 5.000,00
Saldo mínimo	R\$ 5.000,00
Movimentação mínima	R\$ 2.000,00
Cota	Fechamento
Cota de aplicação	D+0
Cota de resgate	D+0
Liquidação de resgate	D+1
Taxa de saída antecipada	Não há
Taxa de administração	1,50% a.a. <sup>1</sup>
Taxa de performance	20% que exceder a 100% do CDI

<sup>1</sup>A taxa de administração máxima paga pelo Fundo, englobando a taxa de administração acima e as taxas de administração pagas pelo Fundo nos fundos em que poderá eventualmente investir será de 2,00% a.a. \*Data da cisão com o fundo CSHG VERDE FIC FIM, que teve início em 2/jan/1997.

Fechado para novas aplicações	
Classificação ANBIMA:	Multimercados Macro
Admite Alavancagem:	Sim
Gestor:	Verde Asset Management S.A
Administrador:	Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora De Valores S.A.

### Volatilidade anualizada (Desvio padrão - média 40 dias)



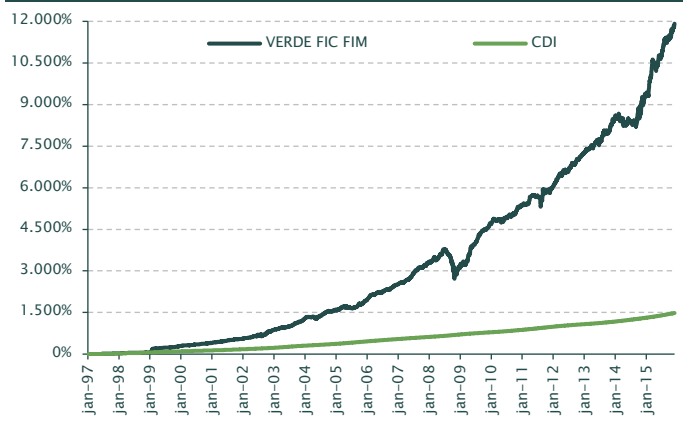
### Público-alvo

Fundo destinado ao público em geral, observados os valores mínimos de aplicação inicial, permanência e movimentação constantes no prospecto.

Performance	Fundo	CDI
Retorno anualizado	28,93%	15,77%
Desvio padrão anualizado **	9,12%	0,36%
Índice de sharpe **	1,44	-
Rentabilidade em 12 meses	31,15%	13,00%
Número de meses positivos	191	226
Número de meses negativos	35	-
Número de meses acima de 100% do CDI	149	-
Número de meses abaixo de 100% do CDI	77	-
Mayor rentabilidade mensal	63,45%	3,28%
Menor rentabilidade mensal	-8,91%	0,48%
Patrimônio líquido	R\$ 1.522.708.536,42	
Patrimônio médio desde o início ***	R\$ 1.534.914.158,58	

\*\* Calculado desde a constituição do fundo CSHG VERDE FIC FIM MULT até 30/nov/2015. \*\*\* Calculado desde a data da cisão com o fundo CSHG VERDE FIC FIM MULT.

### VERDE FIC FIM x CDI



Calculado até 30/nov/2015

### Rentabilidades (%)\*

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	CDI	Acum. Fdo.	Acum. CDI
1997	2,15	0,92	1,15	3,09	1,53	3,13	1,69	1,86	2,01	5,32	1,15	1,90	29,10	24,43	29,10	24,43
1998	2,61	2,43	4,37	2,82	0,73	0,72	1,85	0,11	1,03	2,01	3,34	4,51	29,86	28,61	67,66	60,03
1999	63,45	7,43	2,43	4,23	2,23	3,84	1,09	0,70	1,14	4,76	4,14	5,31	135,40	25,17	294,66	100,31
2000	4,09	0,83	1,87	2,62	1,16	3,33	-0,68	4,12	0,93	4,02	0,12	2,62	27,93	17,33	404,89	135,02
2001	4,68	0,82	2,41	1,99	2,54	2,23	3,79	1,10	4,09	0,28	1,58	1,11	30,01	17,27	556,42	175,62
2002	3,45	1,57	1,98	4,80	1,86	4,38	4,98	-2,17	4,94	10,96	-0,35	4,52	48,72	19,09	876,24	228,22
2003	2,28	2,46	3,12	-1,37	3,00	2,19	3,79	4,80	2,70	3,31	2,71	6,96	42,22	23,28	1.288,44	304,64
2004	3,83	-0,85	0,78	-3,92	2,52	3,68	4,48	4,17	2,77	-0,94	1,95	2,30	22,43	16,17	1.599,90	370,06
2005	-0,28	4,39	1,79	-0,48	-0,50	-1,68	0,98	1,45	6,09	0,65	3,56	2,96	20,33	19,00	1.945,54	459,37
2006	5,96	2,90	0,33	3,35	1,27	0,69	1,74	1,37	0,60	2,61	2,80	1,24	27,74	15,05	2.512,98	543,53
2007	2,29	-0,00	2,70	1,16	3,65	4,58	3,66	2,89	0,27	1,90	2,12	1,99	30,74	11,82	3.316,10	619,62
2008	0,73	4,40	-2,71	3,62	2,65	4,37	-2,46	-3,53	-7,32	-8,91	2,20	1,47	-6,44	12,37	3.096,20	708,64
2009	4,46	0,97	1,98	11,41	4,76	2,28	5,16	3,68	1,81	0,77	2,46	2,19	50,37	9,90	4.705,98	788,66
2010	3,71	-1,30	0,71	-1,66	1,22	1,94	1,44	0,33	0,43	2,84	2,19	1,23	13,75	9,74	5.366,93	875,24
2011	0,48	0,37	3,70	1,71	0,33	-0,19	-1,13	2,44	1,18	1,05	-0,27	2,16	12,36	11,59	6.042,75	988,32
2012	2,75	2,63	1,39	2,55	-0,87	0,96	2,32	0,43	1,83	1,09	2,19	0,77	19,55	8,41	7.243,48	1.079,88
2013	1,40	0,97	1,66	0,36	1,91	-0,51	1,86	2,76	-0,42	1,45	3,71	1,69	18,10	8,05	8.572,99	1.174,90
2014	-0,06	-1,25	-0,65	-0,95	0,91	-0,06	0,12	-1,76	6,69	-0,64	3,46	2,98	8,80	10,81	9.336,59	1.312,68
2015	2,26	4,82	5,09	-1,70	3,87	-0,15	5,41	-0,31	1,38	1,58	2,48		27,35	11,93	11.917,23	1.481,20

\* Rentabilidade líquida de administração e performance e bruta de impostos. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Fundos de Investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, do fundo garantidor de crédito (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo de investimento antes de efetuar qualquer decisão de investimento. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento do fundo. Verifique a data de início das atividades deste fundo. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendada uma análise de, no mínimo, 12 meses. Verifique se este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em 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 do fundo. Verifique se este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.

Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de renda variável de poucos emissores. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Verifique se a liquidação financeira e conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido. A partir de 02/05/2008, todos os fundos de investimento que utilizam ativos de renda variável em suas carteiras deixam de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passam a fazê-lo com base na cotação de fechamento destes ativos. Desta forma comparações de rentabilidade destes fundos com índices de ações devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média destes índices e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento.

