



fama
re.capital
investing for change

RELATÓRIO DE GESTÃO

FAMA FIC FIA

1º Trimestre - 2025





Sumário

1	Mensagem do CIO	3
2	Tabela de Performance	5
3	Comentário de Performance	6
4	Riscos e Oportunidades ESG	11
5	ODS/Alocação ESG	12

Mensagem do CIO

Mais de três décadas após o primeiro alerta do IPCC, com um volume crescente de evidências empíricas sobre os impactos econômicos das mudanças no clima, a maioria dos modelos financeiros continua tratando o tema como colateral. As implicações são conhecidas: alocação inadequada de capital, perpetuação de riscos sistêmicos e uma miopia que fragiliza a resiliência das economias.

A literatura sobre finanças comportamentais nos ensinou que os agentes econômicos estão longe de ser plenamente racionais. Suas decisões são moldadas por atalhos mentais, por narrativas convenientes e por incentivos de curto prazo. No caso da questão climática, essa racionalidade limitada se manifesta de forma estrutural. Não se trata de uma falha de compreensão técnica. Trata-se de uma disfunção coletiva que envolve gestores e analistas, todos operando dentro de um arcabouço cognitivo que privilegia a estabilidade aparente do presente em detrimento da volatilidade certa do futuro.

O desconforto com a crise climática vem, em parte, da dificuldade de assimilá-la aos instrumentos convencionais de tomada de decisão. Ela não se comporta como um risco tradicional — com distribuição de probabilidades conhecida e impactos localizados. Pelo contrário, é um fenômeno difuso, sujeito a pontos de inflexão e retroalimentações, e que tende a ter impactos mais frequentes e intensos. Ainda assim, os modelos de valuation continuam operando como se o futuro fosse apenas uma extensão linear do passado. Empresas são avaliadas com base em fluxos de caixa projetados sob premissas que desconsideram escassez hídrica, eventos climáticos extremos, perda de biodiversidade e transformações regulatórias profundas.

Essa dissociação entre o que sabemos e a forma como decidimos se manifesta cotidianamente nas decisões de alocação de capital. Projetos de infraestrutura carbono-intensivos ainda recebem financiamento preferencial. Cadeias produtivas vulneráveis a choques ambientais são tratadas como sólidas. Ativos expostos a riscos climáticos físicos ou reputacionais continuam sendo negociados como se fossem perenes. Tudo isso porque o sistema é construído para não ver — ou para ver apenas o que pode ser medido em prazos curtos e com alto grau de confiança estatística.

O problema é que a confiança estatística, nesse caso, é uma ilusão. A crise climática é marcada pela incerteza profunda, não pela volatilidade conhecida. Trata-se de um tipo de risco que não se adapta bem a modelos de precificação baseados em médias históricas. Exige outra postura: uma disposição a agir com base em cenários plausíveis, mesmo quando as probabilidades são difíceis de estimar. Isso implica abrir mão da segurança do modelo fechado em favor da prudência frente ao desconhecido. Implica aceitar que os mecanismos tradicionais de precificação — ancorados em retorno ajustado ao risco — podem estar mal calibrados.

Por que, então, essa mudança não ocorre com a velocidade necessária? A resposta, em parte, está nos incentivos econômicos e institucionais. Estruturas de bônus, mandatos de gestão e métricas de performance são desenhadas para recompensar o desempenho de curto prazo. Nesse ambiente, a internalização de riscos de longo prazo — especialmente aqueles que exigem questionar a viabilidade de setores inteiros — representa um custo

político e profissional que poucos estão dispostos a assumir. O comportamento coletivo dos investidores reflete, portanto, uma racionalidade estratégica: mesmo que o risco climático seja real e crescente, é mais seguro para eles seguir os parâmetros vigentes do que agir de forma pioneira e isolada.

Essa lógica se reforça com a retórica dominante do “mercado eficiente”. Ainda hoje, há quem acredite que os preços dos ativos incorporam todas as informações disponíveis, e que eventuais distorções serão corrigidas automaticamente à medida que o risco se materializa. Mas essa visão ignora que, no caso do clima, a correção pode vir tarde demais e com custos irreversíveis. A crença na eficiência do mercado funciona, aqui, como um escudo ideológico para a inação.

Nos últimos anos, o pouco do debate climático no setor financeiro concentrou-se na mitigação — na tentativa de reduzir emissões e neutralizar impactos. É compreensível: mitigar ainda remete à ideia de controle, de reversibilidade. Mas já não há mais dúvida de que a mudança climática é uma realidade em curso, não uma hipótese futura. Diante disso, a agenda de adaptação precisa deixar de ser um tema marginal para se tornar central. Adaptar-se significa reconfigurar infraestrutura, reavaliar modelos agrícolas, ajustar cadeias produtivas e rever padrões de ocupação urbana. Significa, também, aceitar que parte das transformações em curso são irreversíveis — e que investir sem levar isso em conta não é apenas ineficaz, é irresponsável.

A adaptação exige investimentos em resiliência — e resiliência não se mede apenas em retorno financeiro, mas em capacidade de sustentar sistemas socioeconômicos sob pressão. Isso implica uma revisão profunda dos próprios modelos financeiros e econômicos. Os instrumentos que usamos para precificar ativos, estimar riscos e definir prioridades foram construídos em um mundo mais estável, previsível, que já não existe. Continuar a utilizá-los sem questionamento não é conservadorismo, é negligência.

A crise climática não será enfrentada com as ferramentas que ajudaram a criá-la. Se queremos, de fato, uma transição justa e eficaz, precisamos repensar os fundamentos da decisão econômica. Incorporar a adaptação tem que ser visto como uma lente estratégica. E aceitar que, diante da certeza da mudança climática, não é mais o planeta que precisa se adaptar aos modelos — são os modelos que precisam, com urgência, se adaptar ao planeta.



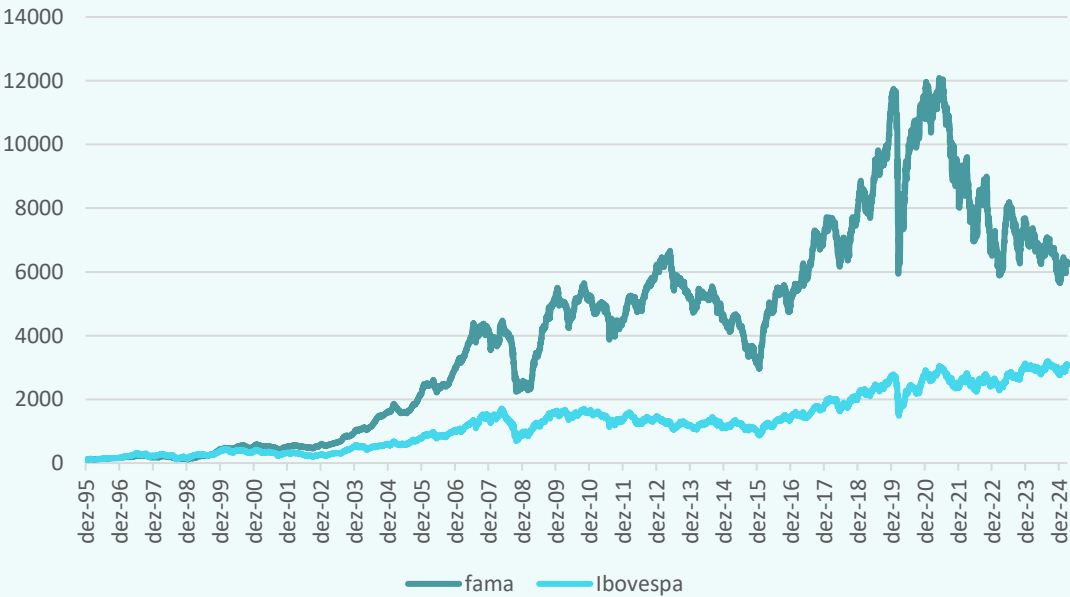
Fabio Alperowitch, CFA

Fundador da fama re.capital

Tabela de Performance

Em %	1T25	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	1 ano	5 anos	10 anos*	Início*
fama	7,7	-24,6	9,0	-21,2	-22,3	2,5	41,6	10,0	45,0	55,2	-14,0	-8,7	43,7	6.120
Ibovespa	8,3	-10,4	22,3	4,7	-11,9	2,9	31,6	15,0	26,9	38,9	1,7	78,4	154,7	2.933

*estratégia FAMA; desde 29/12/1995



Comentário de Performance

O FAMA FIC FIA apresentou uma valorização de 7,7% no trimestre, comparada a 8,3% do Ibovespa e 8,9% do SMLL (Índice de Small Caps).

O primeiro trimestre marcou uma inflexão relevante na dinâmica recente dos mercados. Observamos uma divergência significativa entre o desempenho dos mercados emergentes, especialmente o brasileiro, e o mercado norte-americano, onde o S&P 500 (-4,3%) e o Nasdaq (-8,1%) registraram quedas expressivas. Os Estados Unidos enfrentaram novas preocupações quanto ao impacto de tarifas e disputas comerciais, além de questionamentos crescentes sobre sua liderança no setor de tecnologia em um contexto geopolítico mais fragmentado. O lançamento, por uma empresa chinesa, de um modelo de inteligência artificial significativamente mais eficiente em termos de processamento do que as alternativas existentes foi um divisor de águas, colocando em xeque a competitividade das grandes techs americanas e catalisando a mudança de direção dos mercados. Esse movimento favoreceu a rotação para emergentes, sustentando uma dinâmica mais construtiva no mercado local de ações e câmbio, com forte valorização do real frente ao dólar.

No Brasil, a atividade econômica permaneceu aquecida, com a apreciação cambial contribuindo para aliviar as pressões inflacionárias. Embora persistam dúvidas quanto ao equilíbrio fiscal de longo prazo e à capacidade do governo de implementar medidas eficazes para conter a trajetória ascendente da dívida, o mercado passou a trabalhar com o fim do ciclo de aperto monetário.

A força da economia brasileira segue refletida nos resultados e na performance operacional das empresas do nosso portfólio. As principais contribuições positivas no período vieram de Serena (+3,4pp), Totvs (+2,1pp), Porto (+1,5pp) e B3 (+1,2pp).

Serena continuou a executar seu plano de negócios com disciplina e avançou no processo de desalavancagem. Nos últimos anos, a empresa finalizou um ciclo robusto de investimentos em expansão de capacidade, com ativos agora maduros em termos de geração de caixa. Além disso, abriu novas frentes de crescimento, como geração distribuída e atuação em mercados internacionais, notadamente os EUA, enquanto refinou suas

estratégias comerciais para extração de valor de seus ativos. Seu elevado nível de endividamento, por vezes motivo de preocupação no mercado, apresenta características benignas: custo financeiro em parte subsidiado, significativamente abaixo do CDI, e prazos longos, compatíveis com a natureza de seus ativos. A estrutura de receitas contratadas, majoritariamente indexadas à inflação, confere grande previsibilidade financeira. Esse arranjo, aliado a um cenário mais construtivo para os preços de energia, contribuiu para a valorização da companhia. Rumores sobre uma possível oferta para fechamento de capital, posteriormente confirmados, também impulsionaram as ações no trimestre.

Totvs continua a se beneficiar de um modelo de negócios resiliente, com receitas recorrentes indexadas à inflação e altos custos de substituição para os clientes, o que proporciona estabilidade aos resultados. A companhia segue apresentando sólidos indicadores operacionais e desenvolvendo novas verticais de crescimento. Num ambiente em que empresas buscam acelerar sua transformação digital e adoção de inteligência artificial, as soluções da Totvs ganham protagonismo ao organizar e operacionalizar dados críticos para a tomada de decisão. Outro vetor promissor é sua parceria com o Itaú na área de techfin, com potencial relevante em um segmento que historicamente se destaca em cenários de juros altos e inflação. A ação também se valorizou no trimestre com especulações em torno da possível aquisição da Linx. Após uma desistência inicial, com postura louvável de disciplina de capital, a Totvs recentemente retomou as conversas em um ambiente competitivo mais favorável.

Porto tem navegado de forma eficiente o ambiente macroeconômico desafiador, aproveitando um cenário competitivo favorável em seguros de automóveis para crescer com elevada rentabilidade. Sua vertical de crédito e serviços financeiros, Porto Bank, também demonstrou resiliência. Além disto, sua sólida estrutura de capital, com elevada liquidez e reservas, permite à companhia capturar retornos marginais atraentes atualmente disponíveis em diferentes segmentos financeiros. No trimestre, a ação seguiu com bom desempenho, impulsionada, em especial, pelo crescente otimismo em relação à vertical de planos de saúde, que vem apresentando crescimento robusto, sinistralidade controlada e sólida rentabilidade — um diferencial relevante em um setor que enfrenta desafios operacionais em diversos elos da cadeia.

B3, por sua vez, está estrategicamente bem posicionada para se beneficiar de uma eventual rotação de fluxo de investidores para mercados emergentes, o que pode se traduzir em maior volume negociado em múltiplas verticais de sua plataforma. A companhia tem avançado na diversificação de receitas e no lançamento de novos produtos, como o índice VIX brasileiro e contratos futuros de ativos digitais, alavancando vantagens competitivas relevantes de sua infraestrutura de mercado amplamente dominante no país, mesmo diante da possível entrada de concorrentes. No trimestre, as ações também se valorizaram com a resolução favorável de disputas fiscais relacionadas ao aproveitamento de ágio na fusão entre Bovespa e BM&F.

As contribuições negativas foram concentradas em Klabin (-2pp) e Azzas (-0,6pp). A queda da Azzas refletiu receios quanto à integração cultural entre Arezzo e Soma e ao alinhamento entre os fundadores após a fusão.

Klabin teve desempenho fraco no trimestre, em contraste com a performance relativa robusta apresentada quando do forte ajuste de mercado no quarto trimestre, evidenciando o caráter mais defensivo de seu modelo de negócios. Do ponto de vista operacional, a companhia segue entregando resultados sólidos em todas as frentes, com avanço consistente no ramp-up das recentes adições de capacidade e geração de caixa saudável. O balanço segue momentaneamente mais alavancado do que o ideal, reflexo das últimas expansões industriais e de uma aquisição estratégica de terras e florestas para assegurar o suprimento de fibra de longo prazo. Ressaltamos, no entanto, que essa iniciativa fortalece de forma estrutural sua base de ativos florestais e deve contribuir para aceleração da geração de caixa e redução gradual da alavancagem nos próximos trimestres. Outro ponto relevante é que, apesar da alavancagem elevada, o custo da dívida permanece bastante competitivo e com perfil de longo prazo, suportado por bancos de desenvolvimento, agências de fomento à exportação e instrumentos internacionais de financiamento sustentável (como green bonds e sustainability-linked bonds), que são parte importante da estrutura de capital da companhia.

O mercado de celulose tem enfrentado maior volatilidade no curto prazo, pressionado por adições de capacidade em curso e incertezas sobre a demanda global, especialmente em um contexto de tensões comerciais e tarifárias recentes. O modelo integrado de produção

da Klabin, com alta flexibilidade operacional, segue como importante vantagem competitiva para navegar esse ambiente. Acreditamos que mesmo que a força de sua geração de caixa demore um pouco a ficar mais visível por conta de investimentos extraordinários previstos na modernização de uma de suas fábricas mais antigas, eventualmente isto se tornará uma fonte importante de retornos para os acionistas. Por fim, do ponto de vista de sustentabilidade e engajamento, destacamos positivamente a recertificação das metas de redução de emissões de gases de efeito estufa junto ao SBTi, agora abrangendo as emissões de escopo 3 e elevando sua ambição em descarbonização.

Olhando nosso portfólio, seguimos confiantes na qualidade das operações das investidas e no potencial estrutural de geração de valor. São, em sua maioria, modelos de negócios sólidos e testados em cenários macroeconômicos desafiadores. Durante décadas convivemos em nosso país com altas taxas de inflação e juros, o que não se mostrou impedimento para a criação de companhias admiráveis em todos seus aspectos.

Um traço marcante desta experiência ao longo dos anos foi o desenvolvimento de modelos de negócio com alto grau de financialização ou com serviços financeiros agregados, que além de resiliência trazem interessantes oportunidades de alavancar o relacionamento com seus clientes. Como exemplos em nossa carteira podemos citar Porto, com a excelente gestão financeira de seus produtos e riscos além de seu negócio bancário/crédito, 3Tentos e Renner que utilizam serviços financeiros para potencializar e fidelizar seus clientes, Localiza e Mills onde o cenário de aperto na disponibilidade e custo de capital incentivam o uso mais racional de bens e a terceirização de ativos não core, B3 que participa no registro e manutenção de instrumentos de crédito, Totvs que está desenvolvendo uma plataforma para otimizar digitalmente o acesso a crédito de seus clientes, entre outras.

Essa fluência na gestão financeira, aliada a uma postura conservadora de endividamento, tem permitido que essas companhias sigam gerando valor e ampliando suas vantagens competitivas. Elas estão fortalecendo as raízes de sua rentabilidade futura, mesmo que esta ainda demore algum tempo para se tornar visível aos olhos do mercado.

No trimestre iniciamos uma posição em Eletrobras, companhia que acompanhamos já há muitos anos e com atenção especial depois de seu processo de desestatização. É marcante

a evolução de sua operação desde o início de seu processo de reestruturação em 2016, com maior foco em resultado, simplificação e racionalização de seu portfólio de negócios e redução de contingências e riscos associados a distorções históricas na gestão da companhia (ex. empréstimos compulsórios). Vemos uma companhia extremamente bem posicionada nos negócios de transmissão e geração elétrica, neste último hoje com um portfólio invejável de ativos de geração, predominantemente energia limpa e renovável após os desinvestimentos de suas térmicas a carvão e mais recentemente também os ativos a gás. Temos uma visão bastante otimista em relação a demanda de energia elétrica no longo prazo, em particular considerando tendências crescentes como a eletrificação da mobilidade e os inúmeros desenvolvimento relacionados a adoção ampla de ferramentas de inteligência artificial, entre outros. Neste sentido, o portfólio único de ativos da companhia parece ter um papel chave a desempenhar. Gostamos bastante de seu conjunto de negócios, com um segmento fortemente gerador de caixa e de baixo risco como a transmissão elétrica, e outro com crescente demanda e atributos ambientais diferenciados, além de uma gestão experiente e focada na criação de valor para os acionistas.

Apesar de admirarmos estas características da companhia, optamos por esperar uma melhor consolidação da governança da companhia após a sua privatização da companhia. Temos uma preferência histórica por companhias com controlador definido, em muitos casos de perfil familiar, e a ausência de um acionista estratégico de referência no controle na empresa é algo que sempre vimos com preocupação após sua desestatização. O recente acordo entre a empresa e o governo federal ajudou a mitigar esta preocupação, dando um passo importante no sentido de pacificar esta relação, além de reduzir o risco da companhia precisar realizar aportes no desenvolvimento de nova capacidade de geração nuclear. Apesar de ser uma fonte considerada limpa de energia, a geração nuclear possui um histórico controverso de atrasos e estouros de custo significativos em seu desenvolvimento, riscos aos quais preferimos não ver a empresa exposta.

Em termos de sustentabilidade, é inegável o impacto ambiental negativo que alguns projetos de geração hidrelétrica com grandes barragens tiveram no passado (ex. UHE Belo Monte). Acreditamos que isto seja reflexo de um período de dirigismo estatal e falta de compromissos ambientais que não vemos se repetindo. A empresa ainda possui alguns desafios na gestão deste legado, mas que passam principalmente por soluções setoriais para sua equalização, e que devemos acompanhar com atenção.

Riscos e Oportunidades

Principais posições

Localiza

Oportunidades

- Ator chave na temática de mobilidade urbana
- Capacidade de utilizar a frota para impulsionar a redução de emissões de gases de efeito estufa no setor de transporte
- Potencial de liderança no fomento da eletrificação no setor de transporte

Riscos

- Plano de descarbonização com grandes desafios na mensuração e na gestão das emissões de escopo 3, com impacto ainda incerto
- Giro significativo da frota, necessidade de destinação/venda de ativos maduros pós utilização gerando um desafio na correta utilização do ativo e no descarte indireto

Serena

- Papel chave na geração de energia renovável e descarbonização do setor elétrico
- Defesa do contínuo avanço de fontes de energia limpa e democratização do acesso no setor elétrico brasileiro
- Soluções digitais para aumentar eficiência da rede e ampliar acesso dos clientes de médio/pequeno porte a soluções de energia renovável
- Fortalecimento de ferramentas analíticas e resiliência operacional diante da crescente incerteza climática
- Aumento na comercialização de Certificados de Energia Renovável (RECs) para apoiar as estratégias de descarbonização dos clientes

- Eventos climáticos extremos podem afetar a disponibilidade de recursos e a confiabilidade das operações energéticas
- Possíveis mudanças na regulamentação ambiental ou políticas governamentais, como barreiras à obtenção de licenças, desenvolvimento de projetos ou operações
- Conflitos potenciais com comunidades locais relacionados ao uso da terra, direitos indígenas ou preocupações ambientais
- Impactos socioambientais e riscos regulatórios decorrentes da disposição incorreta de materiais e equipamentos ao fim da vida útil

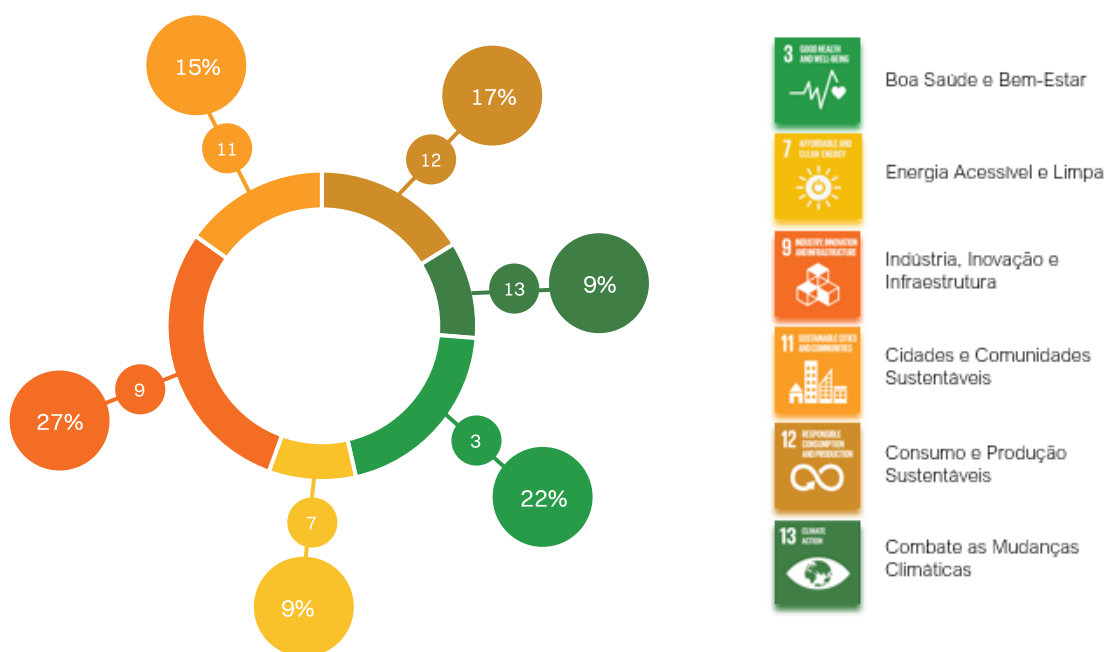
Porto

- Inovação em produtos e serviços para se adaptar ao ambiente de crescente incerteza e mudanças
- Formalização, redução de desperdício, e melhor alinhamento com prestadores de serviço
- Reciclagem de veículos/peças sinistrados
- Potencial fomento da eletrificação no setor de transportes
- Incentivo a práticas de segurança/sustentabilidade dos clientes

- Impacto dos crescentes eventos físicos extremos ocasionados pela mudança climática no aumento de sinistralidade
- Redução da propriedade de veículos/uso mais eficiente dos ativos
- Queda na demanda por seguros (melhores práticas de segurança no trânsito/eletrificação da frota, etc.)
- Judicialização relacionamento com segurados

ODS/Alocação ESG

Ao final do trimestre o nosso portfólio era composto por empresas que endereçam, prioritariamente, seis dos ODS, sendo *os mais relevantes o ODS 3 (Boa Saúde e Bem-Estar), e o ODS 9 (Indústria, Inovação e Infraestrutura)*, que juntos representam 49% de exposição:



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nenhum fundo conta com garantia da instituição administradora, da gestora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com a fama re.capital ou com a Administradora do fundo. Para avaliação de performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 meses.