

FUNDO
THETA

Carta Mensal
OUTUBRO 2023

Resultado do Fundo

O Esh Theta registrou queda de -20,14% no mês. Desde o início, o fundo acumula alta de 81,93%.

Cenário

O Ibovespa acumulou resultado negativo de 2,94%, encerrando o último pregão em -0,68% aos 112 mil pontos.

Além das questões macroeconômicas que vem desafiando os Bancos Centrais ao redor do mundo, o mês de outubro iniciou com um dos ataques mais bárbaro da história dos conflitos no Oriente Médio. As tensões geopolíticas refletiram em cautela nos mercados, juntamente com a dúvida sobre os impactos nas commodities, caso haja o envolvimento direto de países aliados.

Até o momento as oscilações no petróleo estão bem abaixo da maioria das projeções dos analistas e da estimativa da Opep+, encerrando o mês de outubro em US\$ 85,25 o barril Brent e US\$ 81,25 o WTI. Vale destacar, que desde o início do ano trabalhamos as nossas projeções com o pior cenário, considerando as intensões da Opep de chegar ao preço US\$ 100,00 o barril. Por isso, até o presente momento, os últimos acontecimentos não impactam o nosso cenário base.

No Brasil, o cenário macroeconômico mais ameno, registrando continuidade na desaceleração inflacionária e nos dados de atividade, não foi suficiente para conter os impactos advindos do exterior e do atraso no andamento da agenda fiscal.

Nos últimos dia do mês, as falas do presidente e na sequência do Ministro da Fazenda, sobre uma possível mudança na meta fiscal estipulada para 2024, aumentaram a aversão a risco no mercado e causou o movimento de depreciação do Real frente ao Dólar.

Acreditamos que o cumprimento do déficit zero no próximo ano seja irreal, mas que os gatilhos como contraparte desse descumprimento, garantem o impedimento de descontrole de gastos para os anos subsequentes. Assim, a permanência da meta estipulada é importante para a previsibilidade do cenário fiscal brasileiro.

Por tanto, com a meta mantida, mesmo com a possibilidade de execução ainda que remota, a diminuição de ruídos ao entorno do fiscal, consenso de mercado apontando para a expectativa de manutenção da taxa básica de juros nas economias desenvolvidas e a ausência de surpresas sobre as guerras, torna crível o rali de fim de ano. Mas caso essas vertentes não se concretizem, a bolsa brasileira terá dificuldades de manter a tendência de alta.

Nossas Estratégias

O Fundo sofreu uma desvalorização derivada, principalmente, da queda de 21,45% das ações da Terra Santa, que representa posição relevante da carteira. O preço de fechamento da Terra Santa foi de R\$ 17,65, em 31.10.2023.

A Terra Santa é proprietária de terras localizada no Mato Grosso, as quais estão arrendadas para a SLC. Pela avaliação independente contratada pelo Fundo Esh Theta, o valor de mercado das terras totalizaria R\$4,270 bilhões, o que corresponderia a um valor de R\$ 44,37 por ação.

Com base nas informações publicamente divulgadas pela Companhia, inexistem qualquer fato relevante e não divulgado que justificasse a acentuada desvalorização do ativo nos últimos meses abaixo:

LAN03 BZ Equity		Exportar	Config	Preço Histórico com Var. %														
Terra Santa Propriedades Agrícolas SA				Interv	11/20/2022	10/31/2023	Período	Bimensal	Máx	29,051 em	01/31/23							
Merc				Último preço				Mín	17,65 em	10/31/23								
Tela				Preço com Var. %	Volume	Moeda	BRL	Var. Média	25,288	1,50,783								
				Preço com Var. %				Var. Itq	10,115	-36,213								
Data	Último preço	Variação líquida	Variação %	Volume	Variação líquida	Variação %												
Ter 10/31/23	17,65	-4,82	-21,45%	2,300,000	-170,000	-6,88%												
Sxt 09/29/23	22,47	-0,86	-3,69%	2,470,000	+1,200,000	+49,49%												
Qui 08/31/23	23,33	-0,88	-3,63%	1,270,000	-1,660,000	-56,66%												
Sep 07/31/23	24,21	-0,23	-0,94%	2,930,000	+790,000	+36,92%												
Sxt 06/30/23	24,44	+0,24	+0,99%	2,140,000	-60,000	-2,73%												
Qua 05/31/23	24,20	-3,90	-13,88%	2,200,000	+710,000	+47,65%												
Sxt 04/28/23	28,10	+1,71	+6,48%	1,490,000	-720,000	-33,58%												
Sxt 03/31/23	26,39	1,964	6,93%	2,210,000	+1,374,550	+164,51%												
Ter 02/28/23	28,354	-0,697	-2,40%	835,500	+18,200	+2,23%												
Ter 01/31/23	29,051	+1,586	+5,77%	817,300	-722,700	-46,93%												
Sxt 12/30/22	27,465	-0,334	-1,20%	1,540,000	+625,400	+48,38%												
Qui 11/30/22	27,80	-0,783	-2,74%	914,600	+146,100	+19,01%												

Pela análise das operações ocorridas durante o mês de outubro de 2023, indentificamos indícios de manipulação de preço das ações de Terra Santa, já tendo sido autoridades competentes devidamente comunicadas para a adoção das medidas cabíveis.

Dada a importância da posição de Terra Santa na carteira do Fundo, apresentamos a seguir uma síntese da atuação do Fundo no âmbito da Terra Santa e a tese defendida.

DESCUMPRIMENTO PELA TERRA SANTA DO REGULAMENTO NOVO MERCADO E OBRIGAÇÕES INFORMACIONAIS

Entre as medidas adotadas, promovemos medidas perante os órgãos reguladores acerca do descumprimento do regulamento Novo Mercado e ausência de prestação de informação acerca da existência de um bloco de controle formado por Gávea, Laplace e Silvio Tini, com base em diversos fatos, documentos e indícios.

Muito embora a Terra Santa não tenha divulgado ou dado acesso ao contrato de associação do qual resultou a incorporação de ações da antiga Terra Santa Agro S.A. pela SLC, foi possível localizá-lo anexado à ata da AGE da SLC Agrícola realizada no dia 21 de junho de 2021.

Por esse contrato, agindo em conjunto, Silvio Tini, Gávea e Laplace, então detentores de 73,9% das ações, comprometeram-se a fazer com que a operação fosse aprovada.

Os Acionistas da Terra Santa, comprometeram-se, nos termos do Acordo, a, antes da consumação da Incorporação de Ações, exercer todos os direitos relativos aos seus respectivos Bônus de Subscrição, nos termos descritos no item (i) acima, de modo a receberem as ações da Terra Santa equivalentes previamente à conclusão da Reorganização Societária.

Nos instrumentos celebrados foi estipulada uma multa de R\$200.000.000,00 (duzentos milhões de reais) caso a operação não fosse consumada, independentemente da motivação.

Caso o Acordo seja rescindido, em decorrência de dolo ou qualquer outro ato ou omissão em má-fé pela outra parte, como forma de compensação por qualquer perda sofrida pela parte inocente em relação à elaboração, negociação e anúncio público da Incorporação de Ações e do Acordo, a parte inadimplente pagará à parte inocente uma multa prefixada de natureza compensatória, no valor total de R\$200.000.000,00 (duzentos milhões de reais), corrigida pela variação positiva do IPCA.

Contudo, a responsabilidade pelo pagamento da multa não era de Silvio Tini, de Gávea ou de Laplace que assumiram obrigações perante a SLC, mas das próprias companhias Terra Santa Agro S.A. e Terra Santa Propriedades S.A.

No próprio contrato foi reconhecido que se tratava o documento de acordo de voto do referido bloco de controle, sendo determinado o arquivamento na sede da Terra Santa, e conseqüentemente a sua divulgação no site da companhia e da CVM, bem como adequação do Formulário Referência, o que não foi feito:

5.5. Obrigação de Cumprimento dos Acordos de Voto. O Compromisso de Voto SLC e o Compromisso de Voto Terra Santa serão considerados como acordos de acionistas da SLC e da Terra Santa, conforme o caso, para os fins do artigo 118 da Lei das S.A., e serão arquivados nas respectivas sedes da SLC e da Terra Santa, nos termos da lei. Nos termos do artigo 118, §8º, da Lei das S.A., o presidente da Assembleia Geral de Acionistas da Terra Santa e o presidente da Assembleia Geral de Acionistas da SLC, conforme o caso, não computarão quaisquer votos proferidos em tais assembleias em desacordo com os acordos de voto aqui previstos e poderá ser exigido pela outra Parte o exercício do direito de voto do acionista infrator nos termos aqui previstos.

Com base na premissa acima, entendemos, ainda, que a Terra Santa descumpriu o regulamento do Novo Mercado ao proceder a listagem das ações sem respeitar o free float mínimo de 25%.

Isso porque, na apresentação da companhia acerca da operação e o próprio Formulário Referência a administração da Terra Santa comunicou à B3 e CVM que a participação acionária detida pelo Gávea era de 7,6%:

A Terra Santa é listada no Novo Mercado da B3, nível mais alto de Governança Corporativa

Acionistas

Bonsucex
43,3%

Laplace
23,1%

Gávea
7,6%

Outros
26,1%



Após diligências por parte da Esh Capital junto à CVM e à B3, solicitando que a posição do Gávea fosse divulgada considerando os instrumentos derivativos, em 09.11.2022 é divulgado finalmente que o Gávea detinha participação em swaps e que a participação total era de 13,59%:

lope ID: 91118E88-7FCA-4033-B029-21BE819B0BAC

Gávea
INVESTIMENTOS

TIPO DE INSTRUMENTO	TICKER	PERCENTUAL EM 07/11	PERCENTUAL EM 09/11
Ações à Vista	LAND3	8.43%	8.65%
Instrumentos Derivativos com Liquidação Financeira (Total Return Swaps)	LAND3	5.16%	4.94%
Total		13.59%	13.59%

A companhia solicita que a resposta ao ofício que entre outros assuntos tratava da posição do Gavea em derivativos não fosse divulgada como “Comunicado ao Mercado”

Sendo o Gávea detentor de 13.59% das ações da Terra Santa, no momento da listagem dessa companhia no Novo Mercado, o seu free float era de 20,11% , e não de 26,11% conforme informado à B3 e CVM.

Portanto, a listagem no Novo Mercado da Terra Santa se deu em descumprimento do respectivo regulamento que exigia, naquele momento, percentual mínimo de ações em circulação de 25%.

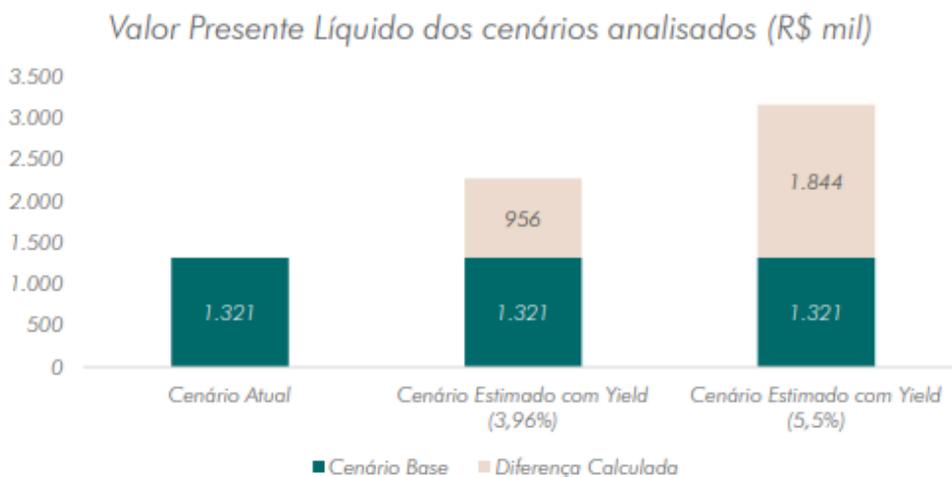
Questionamos, ainda, a administração da companhia acerca da vinculação dos veículos EWZ com Silvio Tini o que agravaria ainda mais o desenquadramento do free float. Apesar de todos os indícios apresentados a companhia consignou que não caberia ela investigar.

Uma das discussões promovidas em âmbito administrativo é a necessidade da realização de uma Oferta Pública de saída do Novo Mercado, uma vez que a listagem se deu mediante a prestação de informações que não correspondiam à realidade. Nosso entendimento é que o mero reenquadramento não seria o remédio adequado.

PREJUÍZOS DERIVADOS DA REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

Em laudo de avaliação contratado pelo Fundo Esh Theta, atualizado em 5 de setembro de 2023, as condições e prazo dos contratos de arrendamento com a SLC, causaram um prejuízo na ordem de R\$1,844 bilhões de reais para a Terra Santa:

¹ Os 20,11% não leva em consideração a posição dos veículos EWZ nem as posições dos administradores da companhia, o que levaria o real free float próximo a 17,5%.



A Terra Santa apenas informou os resultados dos laudos de avaliação das terras, se negando a apresentar o seu inteiro teor, de forma que fossem avaliadas as premissas e intervalos de confiança apurados.

Nesse contexto, é que o Fundo Esh Theta contratou empresa avaliação independente para a elaborar um laudo de avaliação, pelo qual as terras foram avaliadas em R\$4,270 bilhões.

Até o mês passado, o valor de mercado da companhia estava em torno de R\$2,2 bilhões e, com a recente queda, esse valor atingiu cerca de R\$1,7 bilhões.

O próprio auditor independente havia apresentado a necessidade de uma avaliação de um assessor jurídico distinto daqueles que participaram da operação, e devido novamente a atuação diligente por parte da Esh essa avaliação será feita, porém a posteriori.

- (i) Foram contratados pareceres de assessores jurídicos externos para implementação da reorganização societária, através dos quais foram formuladas recomendações a serem executadas pela Companhia de modo a garantir o prognóstico da operação. Diante disso, após a efetiva implantação de todas as recomendações, foi sugerido pelo auditor independente a contratação de um novo laudo, por assessor jurídico distinto dos inicialmente contratados, para validar a efetividade das recomendações e manutenção do prognóstico. A Companhia executará esta recomendação até final do presente exercício.

O PORQUÊ DA RECENTE QUEDA?

Nós suspeitamos que os controladores da Terra Santa almejam, a todo custo, evitar a discussão na arbitragem instalada que visa a indenização da Terra Santa pelos prejuízos causados à Terra Santa, além do pagamento de prêmio ao Fundo de 25% sobre a indenização que caiba à companhia.

Ao analisar historicamente os formulários do art. 11 da Resolução CVM n.º 44/21, acerca da participação dos administradores, verifica-se uma forte negociação das ações por parte da administração após o transcurso dos períodos de vedação de negociação por administradores e pessoas ligadas.



No mês de novembro, 1 (um) dia antes do início do período de vedação de negociação, o Merrill Lynch, uma das contrapartes nos swaps do Gávea, realizou vendas de ações de forma agressiva, o que inequivocamente geraria a queda do preço das ações.

Data	Merrill Lynch	
	Vol. % dia	Vol. Qtd
24/10/2023	16,69%	- 20.600
25/10/2023	8,53%	- 12.000
26/10/2023	26,39%	- 41.400
27/10/2023	12,83%	- 18.200
TOTAL		- 92.200

Já foram adotadas as medidas e providências para que sejam apuradas pelas autoridades competentes as possíveis ilegalidades na conduta dos administradores e acionistas controladores da Terra Santa.

Em relação a Gafisa, embora a forte oscilação do papel no mês, não tivemos novidades em relação ao caso.



Esh Capital

A Esh Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Este relatório mensal retrata as opiniões da Esh acerca da estratégia e gestão do fundo e não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativos. A Esh Capital não se responsabiliza por erros ou omissões no conteúdo das informações divulgadas. Os investidores devem tomar suas próprias decisões de investimento. O investimento em fundos pode 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. 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. Para mais informações acerca das taxas de administração, cotização e público-alvo de cada um dos fundos, consulte os documentos do fundo disponíveis no site <https://www.eshcapital.com.br/>. Leia atentamente o prospecto e o regulamento antes de efetuar qualquer decisão de investimento. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não é garantia de rentabilidade futura. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. ¹A 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 3,00% a.a.



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos

ESHCAPITAL.COM.BR