

COMENTÁRIO DO GESTOR

Prezado cotista,

Como usualmente fazemos ao final de cada ano, elaboramos uma carta especial, explicando um pouco mais detalhadamente o ano findo. Como todos os produtos geridos pela Kadima utilizam majoritariamente uma abordagem quantitativa, com tomada de decisões sistemática, concluímos que seria mais interessante aos cotistas se trouxéssemos informações mais correlatas a essa abordagem. Decidimos que a partir de agora, questões macroeconômicas só serão abordadas quando julgarmos que são relevantes para a argumentação em questão. Outra mudança é a substituição de cartas mensais por trimestrais de forma que nos aprofundemos em temas que julgarmos relevantes. Isso não significa uma menor transparência, pois estamos sempre à disposição para discutir e esclarecer eventuais dúvidas de nossos investidores. Seguiremos ainda enviando mensalmente as lâminas dos fundos.

Nessa carta trataremos de 2 temas interessantes: A importância de uma gestão ativa e, ainda, a probabilidade de estratégias perderem dinheiro. Além disso, iremos detalhar os resultados de 2016 e nossas perspectivas.

GESTÃO ATIVA X GESTÃO PASSIVA

Em 1991 o laureado pelo prêmio Nobel William F. Sharpe publicou um artigo¹ no qual argumentava que, antes de custos, o resultado médio da gestão ativa seria zero. Depois de custos, seria negativo. A conta feita por ele era basicamente que ao desviar-se do benchmark para um lado, um outro gestor estava tomando a posição oposta, e portanto, o resultado médio seria 0.

Esse argumento de William Sharpe tornou-se paradigma aceito pelo meio acadêmico e por muitos profissionais da indústria desde então. Muitos passaram a clamar que não fazia sentido pagar taxas a gestores para estes decidirem como desviar-se do seu benchmark. Uma gama de produtos mais “baratos” surgiu para atender a demanda daqueles que desejavam uma gestão passiva. ETFs, ETNs e a queda nas taxas cobradas pelos Hedge Funds no exterior exemplificam isso.

Claro que esse paradigma de que, na média, a gestão ativa perderia dinheiro não implica em não existirem gestores habilidosos o suficiente para ganharem dinheiro no longo prazo. De fato, tanto no Brasil como no exterior existem gestores que são “vencedores” consistentemente há décadas. O próprio Kadima FIC FIM, fundo mais antigo que fazemos a gestão, está prestes a completar 10 anos de histórico, tendo entregado ao cotista aproximadamente 127% do CDI desde o início.

Recentemente, os defensores da gestão ativa ganharam um importante argumento a seu favor. Lasse Heje Pedersen (um dos principais sócios da gestora americana AQR e professor em diversas universidades) publicou um artigo² demonstrando que a formulação original de William Sharpe não era genérica, mas de fato, uma simplificação que não condiz com a realidade. Para a formulação original se sustentar, seria necessário que o portfólio de mercado (no qual o investidor passivo estaria investido) fosse imutável ao longo do tempo. Isso obviamente não é verdade: ações pagam dividendos, novas empresas abrem capital, outras empresas fecham capital. O investidor passivo tem um custo para rebalancear seu portfólio adaptando-se a essas mudanças. Ao considerar esse custo, Lasse demonstra

¹ SHARPE, William F. *The arithmetic of active management*. Financial Analysts Journal, 1991, 47.1: 7-9.

² PEDERSEN, Lasse Heje. *Sharpening the Arithmetic of Active Management (November 2016)*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2849071>.

matematicamente que o investidor passivo pode perder para o investidor ativo “médio”! Outro ponto levantado é que indexador (outro nome para o investidor passivo) não tem, por definição, vantagem de informação alguma (isto é, se o índice muda sua composição a partir do fechamento do dia 29 de dezembro de 2016, o investidor passivo irá realizar todos os trades no fechamento dessa data). Essa assimetria de informações cria eventos que geram ainda mais valor a uma gestão ativa bem feita.

Voltando à Kadima, todos os nossos fundos são geridos de maneira ativa, utilizando uma abordagem sistemática. Todos os modelos presentes nos nossos fundos foram desenvolvidos internamente e testados exaustivamente. Se um determinado modelo é utilizado dentro de nossos fundos, é porque acreditamos que existem evidências estatísticas de que o mesmo irá gerar bons retornos ajustados ao risco. Queremos fazer valer as taxas cobradas pelos nossos fundos, gerando ganhos significativos para os nossos clientes no longo prazo.

SOBRE INVESTIMENTOS, PROBABILIDADES E LONGO PRAZO

Sabe-se que as pessoas não são boas em estimar probabilidades. Há diversos experimentos bem documentados que demonstram alguns vieses das pessoas ao estimar probabilidades. O psicólogo/matemático Daniel Kahneman, inclusive, foi laureado com um prêmio Nobel em 2002 por uma teoria sua que modela alguns aspectos dessa incapacidade das pessoas de estimarem probabilidades e tomarem decisões racionais.³ Recomendamos a leitura de um livro do mesmo que retrata de maneira bem didática e agradável alguns dos vieses presentes no comportamento humano.⁴

Mais recentemente, um artigo⁵ escrito por Victor Haghani e Richard Dewey ganhou bastante espaço na mídia, tendo inclusive sido alvo de reportagens do Financial Times⁶ e do Bloomberg⁷. Os autores desse artigo fizeram um experimento no qual os participantes participavam de jogos de “cara ou coroa”. Eles foram informados que uma moeda tinha 60% de chances de tirar cara e 40% de chances de tirar coroa. Cada jogador recebeu US\$25 (de dinheiro real) e tinha 30 minutos para fazer apostas se no próximo sorteio a moeda tiraria cara ou coroa. O jogador poderia jogar tantas vezes quanto quisesse nessa meia hora, desde que não tivessem quebrado. O saldo final de cada jogador foi limitado a um máximo de US\$250.

Apesar desse jogo ter uma estratégia ótima bastante conhecida (chamado de “Kelly’s Criterion”⁸), o resultado do experimento foi surpreendente: a grande maioria dos 61 jogadores não utilizou a estratégia ótima, com cerca de 30% chegando a perder tudo! Apenas 21% dos participantes atingiram o cap de US\$250. Pior ainda: cerca de 2/3 dos participantes apostaram em coroa ao menos uma vez, mesmo sabendo que a probabilidade estava contra eles! Um detalhe importante que não mencionamos até aqui: todos os 61 participantes eram estudantes de finanças ou profissionais de investimentos!

³ KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1979, 263-291.

⁴ KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Editora Objetiva, 2012.

⁵ HAGHANI, Victor and DEWEY, Richard. *Rational Decision-Making under Uncertainty: Observed Betting Patterns on a Biased Coin (October 19, 2016)*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2856963>

⁶ AUTHERS, John. *What flipping a loaded coin can tell you about stock investing: Why the outcome of a game with stacked odds favouring the player is terrifying*. Financial Times. October 28, 2016. Available at FT.com: <https://www.ft.com/content/7cd9b6c8-9cd7-11e6-8324-be63473ce146>

⁷ ALLOWAY, Tracy. *The Co-Founder of Long-Term Capital Management Wants You to Learn Your Financial Formulas*. Bloomberg Markets. October 26, 2016. Available at bloomberg.com: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-26/the-co-founder-of-long-term-capital-management-wants-you-to-learn-your-financial-formulas>

⁸ THORP, Edward O. *Beat the dealer*. New York: Vintage, 1966.

Para fins comparativos, realizando esse mesmo jogo retirando o limite de US\$250, se o jogador fizesse uma aposta a cada 15 segundos (isto é, jogando de forma bem lenta um total de 120 vezes), o valor esperado do saldo ao final da meia hora é de US\$2,776.56 (mais de 10 vezes o cap).

Para quem desconhece o Kelly's Criterion, ele mostra que, neste caso, a estratégia ótima⁹ consiste em apostar, em cada jogada, que irá sair cara e com tamanho da aposta de 20% do saldo até o momento¹⁰.

Vamos fazer um comparativo de diferentes estratégias descritas à seguir:

Estratégia #1 O jogador sempre aposta 10% do saldo disponível que irá sair cara na moeda.

Estratégia #2 O jogador sempre aposta 40% do saldo disponível que irá sair cara na moeda.

Estratégia #3 A cada 10 jogadas, em 9 apostará seguindo a estratégia ótima. Na décima o jogador aposta 100% do saldo disponível ("all-in") que irá sair cara.

Estratégia #4 A cada 10 jogadas, em 9 apostará seguindo a estratégia ótima. Na décima o jogador aposta 20% do saldo disponível que sairá coroa.

Estratégia #5 O jogador utiliza a estratégia ótima já descrita, apostando 20% do saldo disponível que irá sair cara na moeda.

Em todos os casos consideramos que o jogador para caso atinja 0 ou 250 de saldo em algum momento. Ele pode jogar até 120 (30*60/15) vezes. Simulamos 10,000 vezes cada uma dessas estratégias e apresentamos os resultados para o montante final obtido em cada uma delas a seguir.

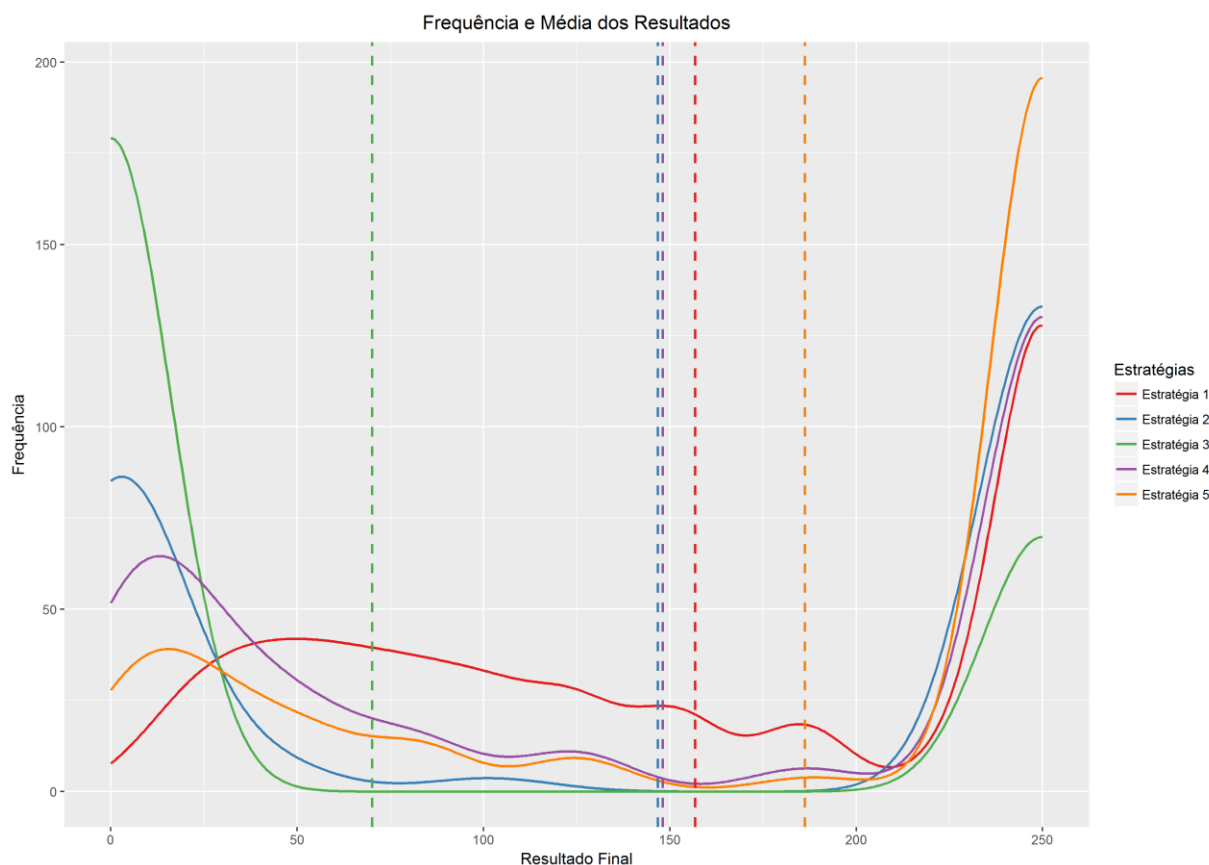


Figura 1- Frequência dos Resultados de cada Estratégia em 10,000 simulações

⁹ A fórmula do Kelly Criterion nesse caso que o ganho é igual à perda é $x=2P-1$, onde x é o percentual do portfólio a ser apostado e P é a probabilidade de ganhar. A fórmula muda se os valores de ganho e perda forem diferentes entre si.

¹⁰ Por conta do cap de US\$250, há uma adaptação necessária: caso o que falte para o saldo atingir o limite de US\$250 for menos que os 20% do saldo, o jogador deverá apostar esse valor menor.

A Figura 1 ilustra a frequência dos resultados de cada uma das estratégias. Comparando as estratégias 1 e 2 à 5, o que muda basicamente é o nível de risco tomado. Conforme esperado, apostar menos que o ótimo (Estratégia 1) num jogo onde temos uma vantagem, leva o jogador em média a resultados menores que o da alocação ótima. Por outro lado, parece que apostar mais que o ótimo (estratégia 2), pode prejudicar mais, puxando o resultado médio para baixo, visto que aumenta o risco de ruína. Também fica claro que apostar “all-in” (Estratégia 3) é uma péssima ideia: mesmo com os “odds” ao seu favor, você tem uma grande chance de quebrar. Apostar na coroa (Estratégia 4) também se mostrou uma ideia bem ruim: se você possui uma vantagem (nesse caso, apostando em cara), atenha-se a ela!

Aproveitando o que foi discutido até aqui, vamos tentar adaptar esse estudo para entender quais as implicações em termos práticos. Suponha que você tenha um ativo, e que também tenha uma vantagem ao prever a direção que esse ativo se moverá no dia seguinte. Suponha também que os retornos do ativo sejam independentes e identicamente distribuídos com distribuição normal¹¹. Suponha ainda que a volatilidade do ativo seja constante e igual a 10% ao ano. Claro que essas hipóteses não correspondem totalmente à realidade, mas para fins didáticos e ilustrativos são perfeitamente razoáveis. Digamos que você possa fazer 252 previsões por ano (ou seja, uma para cada dia útil) e se posicione de acordo com ela em cada uma, utilizando a estratégia ótima.

A Figura 2 ilustra como seria a distribuição do índice de Sharpe para diferentes valores de probabilidade de acertar as previsões, ao longo de 1 ano, utilizando o Kelly’s Criterion. Alguns pontos que vale a pena mencionar:

- a) A probabilidade de 0.6 que havia sido utilizada no jogo da moeda, levaria em média a um Sharpe de aproximadamente 2.6 em um único ativo. Para ilustrar o quão improvável isso é, apenas 4 fundos brasileiros¹² conseguiram entregar resultados com índice de Sharpe superior a 1 nos últimos 5 anos e, nenhum entregou mais de 1.4.
- b) Para se ter em média um índice de Sharpe de aproximadamente 1, é necessário que suas previsões tenham probabilidades de 54% de estarem corretas (todos os dias). Como estamos falando de um único ativo, esse valor parece muito mais razoável para um investidor excelente.
- c) Mesmo com um Sharpe médio de aproximadamente 1, a probabilidade de 54% implica em 15% dos anos o investidor terá um Sharpe negativo! Em outras palavras, mesmo um investidor que tenha este excelente Sharpe no longo prazo, ele, a cada 6 ou 7 anos, terá um ano negativo em relação ao benchmark.

¹¹ Distribuição é $N(0, \sigma^2)$

¹² Fizemos um levantamento no Economática no dia 28/12/2016, considerando os fundos multimercados, ativos, que não fossem classificados como crédito privado, não exclusivos, com pelo menos 10 cotistas, taxa de administração máxima de ao menos 1% ao ano e, com data de início da série menor que 01/12/2011.

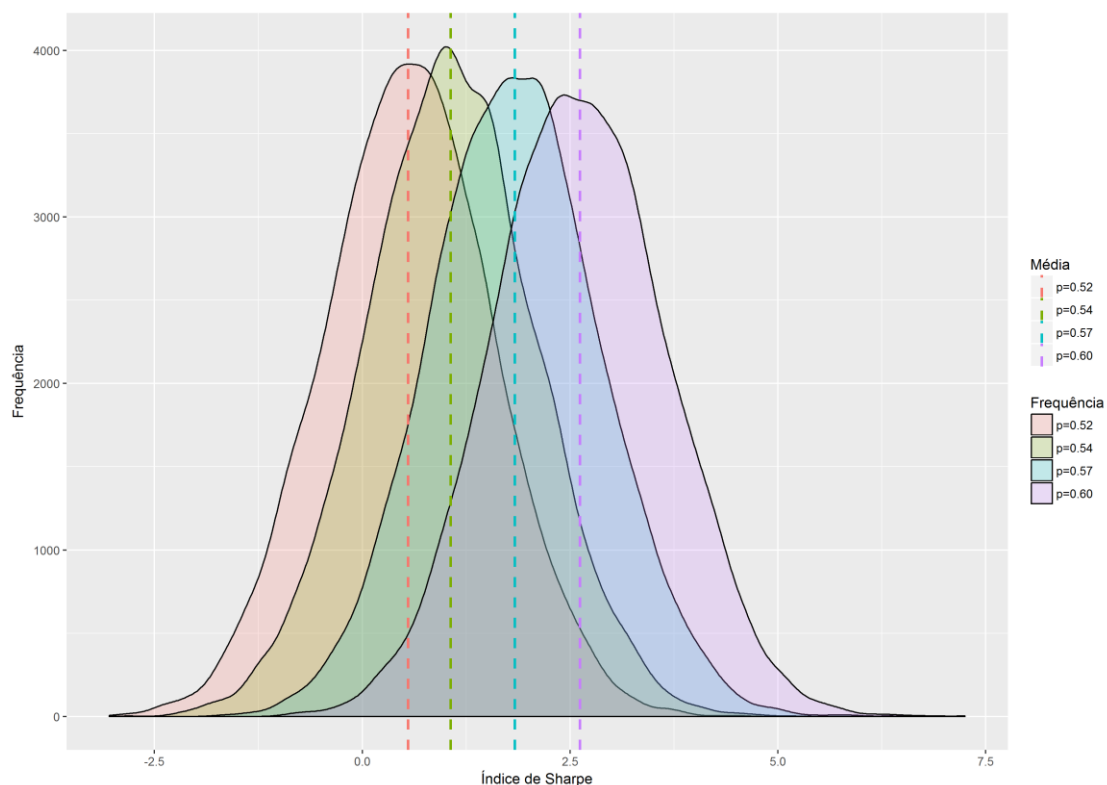


Figura 2- Índice de Sharpe para diferentes probabilidades

Acreditamos que isso ilustra o fato de que janelas de 1 ano são muito pequenas para efetivamente se avaliar o desempenho de um investidor. De fato, a Figura 3 mostra a evolução do intervalo de confiança de 95% do índice de Sharpe, considerando $p=0.54$. Conforme já mencionamos esse caso tem um índice de Sharpe médio próximo de 1. Em janelas de 1 ano, o investidor utilizando a estratégia ótima vai entregar em 95% das vezes um Sharpe entre -0.91 e +3.06. Em janelas de 3 anos, o índice de Sharpe estará entre 2.17 e -0.07 com 95% de confiança. Para ficar com uma banda de 0.5 com 95% de confiança, serão necessários aproximadamente 15 anos (nesse caso, o intervalo de confiança de 1.54 a 0.53). O longo prazo realmente é necessário para que as chances apareçam para as estratégias vencedoras!

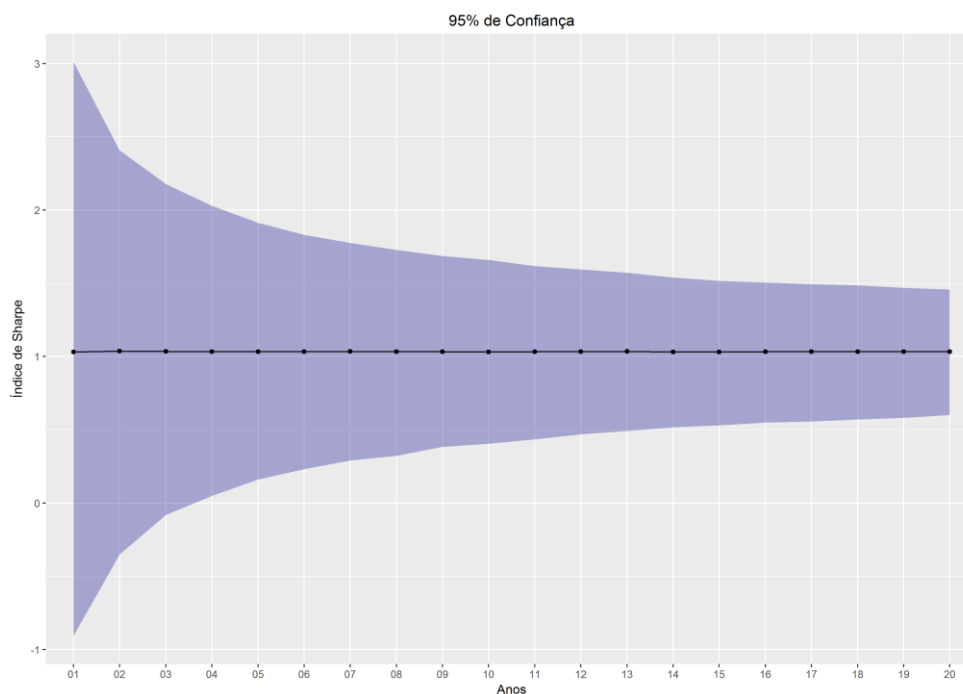


Figura 3 –Evolução do Intervalo de Confiança do Índice de Sharpe

O Kadima Master FIM (fundo master no qual o Kadima II FIC FIM e o Kadima FIC FIM investem seus recursos) entregou desde o seu início um índice de Sharpe de aproximadamente 0.9. Conforme vemos acima, é algo bem em linha com o resultado esperado de uma estratégia que, em nossa opinião, tem potencial para ter índice de Sharpe próximo de 1 no longo prazo (antes de cobranças de taxas de administração e performance). Apesar do resultado abaixo da média em 2016 (principalmente no segundo semestre), estratégias ganhadoras também estão sujeitas às oscilações de curto prazo. As incertezas relacionadas a eventos que podem prejudicá-las em horizontes pequenos tendem a não se perpetuar em horizontes longos o suficiente, desde que os testes e as premissas utilizadas na sua confecção estejam corretas.



MULTIMERCADO

Kadima FIC FIM é um fundo multimercado multiestatégia, sendo o mais antigo gerido pela Kadima. Seu fundo Master tem como característica predominante possuir um portfólio diversificado de modelos matemáticos operando em um variado universo de ativos financeiros. Em dezembro, o Kadima FIC FIM apresentou **retorno mensal de +3.18%**. **Desde o início** (11/05/2007), o Kadima FIC FIM acumula resultado de **+218,27%**, equivalente a **127% do CDI** deste período.

Em dezembro nosso modelos seguidores de tendência conseguiram capturar satisfatoriamente alguns movimentos do mercado futuro de juros e de câmbio. Estes foram os 2 destaques positivos na atribuição de performance do mês. Além disso, nosso modelo de arbitragem estatística que atua em ações também gerou resultado bastante positivo. Os demais mercados tiveram contribuição inexpressiva.

No ano, o modelo seguidor de tendência no mercado de juros foi o de melhor performance, seguido do mesmo modelo aplicado no mercado de índice Bovespa futuro. Já este mesmo modelo, aplicado no mercado futuro de taxas de câmbio, apesar de ter ido expressivamente bem no primeiro semestre de 2016, acabou por entregar praticamente todos os ganhos no segundo semestre. Creditamos a má performance deste modelo na metade final do ano à grande quantidade de intervenções do Banco Central, que têm por objetivo diminuir a volatilidade do mercado. Neste sentido, quando tendências pareciam estar se formando, elas eram repetidamente abortadas pela atuação do BC. Conforme já comentamos em cartas anteriores, quando olhamos a estatística deste mercado em janelas mais longas (mais de 10 anos) a ausência de tendências no horizonte de tempo relevante para nossos modelos já foi observada em vários momentos e é geralmente seguida de fortes movimentos direcionais. Isto nos dá conforto de insistirmos nestes algoritmos, desde que os parâmetros de drawdown (perdas) se mantenham dentro dos limites previamente estipulados, o que tem sido o caso até agora.

Outro forte detrator de performance em 2016 foram as operações internacionais, em especial dos modelos seguidores de tendência em futuros de commodities. Após as operações internacionais terem gerado ganho superior a 150bps em 2015, elas terminaram 2016 gerando uma performance negativa de cerca de metade disso. Apesar da frustração natural com resultados negativos, dado que ao longo de 2016, a alocação de risco média foi superior a 2015, este resultado negativo não está fora do que estatisticamente poderia se esperar de tempos em tempos.

Iniciamos 2017 animados com as perspectivas dos modelos. Acreditamos que será um ano bastante volátil, com potencial para tendências significativas motivadas tanto pelo cenário doméstico brasileiro complicado como por um panorama internacional bastante instável. Como é de praxe, realocações de

risco entre os modelos foram realizadas e procuramos dar peso maior aos modelos com histórico de boa relação retorno/risco e de preferência descorrelacionados entre si. Nossa área de research está também em fase final de desenvolvimento de alguns modelos promissores, que acreditamos poderão fazer bastante diferença para o resultado de 2017.

O **Kadima High Vol FIM** é um fundo de gestão predominantemente sistemática, podendo também se valer de operações discricionárias, quando pertinente. Seu portfólio é composto majoritariamente por parte de modelos também presentes no fundo Kadima Master FIM, porém com uma maior alavancagem. Em dezembro, o Kadima High Vol FIM apresentou **retorno mensal de +5.21%**. **Desde o início** (23/03/2012), o Kadima High Vol FIM acumula resultado de **+124.84%**, equivalente a **196% do CDI** deste período.

Para os comentários do mês e do ano referentes a este fundo, eles são análogos (na proporção de sua alocação de risco) aos do Kadima FIC FIM, descritos acima.

PREVIDÊNCIA

O **Icatu SEG Kadima CP FIM Previdência** é um fundo de previdência multimercado que se destina a acolher recursos referentes aos planos PGBL e VGBL oriundos da Icatu Seguros, tendo como objetivo superar o CDI no longo prazo. Para tal, vale-se de uma gestão ativa quantitativa, com um portfólio diversificado de modelos matemático-estatísticos semelhante ao do Kadima Master FIM, porém, com algumas restrições e adaptações a fim de se respeitar o enquadramento exigido pela legislação vigente. Este fundo também pode realizar, de maneira oportunista, alocações e operações discricionárias em adição à gestão sistemática. Em dezembro, o Icatu SEG Kadima CP FIM Previdência apresentou **retorno mensal de +3.02%**. **Desde o início** (24/07/2013), o Icatu SEG Kadima CP FIM Previdência acumula resultado de **+54,17%**, equivalente a **111% do CDI** deste período.

Em dezembro o destaque positivo foi nosso modelo seguidor de tendência aplicado no mercado de juros, que conseguiu capturar de forma satisfatória movimentos nos mercados futuros de juros.

No ano, o modelo seguidor de tendência no mercado de juros também foi o de melhor performance, seguido do mesmo modelo aplicado no mercado de índice Bovespa futuro. Além disso, a alocação de parcela do caixa em NTN-Bs também representou parte da boa performance do fundo em 2017.

Para 2017 permanecemos otimistas com o potencial de retorno deste fundo, tendo em vista as perspectivas de permanência e até aumento da volatilidade nos mercados operados, o que geralmente favorece os modelos matemáticos que atuam no portfólio.

AÇÕES

O **Kadima Equities FIC FIA** é um fundo de ações cujo fundo Master tem como característica principal ser um conjunto de estratégias quantitativas que atuam precipuamente no mercado de ações, levando-se em consideração o objetivo de gerar uma exposição comprada. Em dezembro, o Kadima Equities FIC FIA apresentou **retorno mensal** de **-1,38%**, enquanto o Ibovespa rendeu **-1,99%**. **Desde o início** (17/12/2010), o Kadima Equities FIC FIA apresentou retorno acumulado de **-5,55%**, frente a **-8,94%** do Ibovespa para o mesmo período.

Em 2016 o fundo passou por importantes mudanças de regulamento quando, além de receber nova denominação, foram canceladas várias restrições operacionais que anteriormente limitavam o potencial de retorno do fundo. Desta forma, entramos 2017 bastante otimistas com as perspectivas do Kadima Equities FIC FIA no sentido de ele ser um bom veículo para capturar o potencial de alta das ações brasileiras.

Aproveitamos esta carta para comunicar que Fabio Messer irá se desligar da Kadima no início de 2017. Fabio é sócio da empresa desde 2010 e nos últimos anos dedicou-se precipuamente à área comercial da empresa. Seu desejo de buscar novos desafios no setor real da economia o motivou a nos propor uma transição bastante tranquila e suave tanto para a empresa como para ele. Ainda que se desligue formalmente da empresa neste início de ano, Fabio continuará como nosso consultor para vários assuntos de sua expertise pelo menos nos próximos 12 meses. Agradecemos a ele por todo empenho, contribuição e confiança nestes mais de 6 anos de empresa e desejamos-lhe sucesso em sua jornada.

Agradecemos mais uma vez a confiança em nosso trabalho e esperamos poder continuar agregando valor a seus investimentos.

Fundos	Rentabilidade Mensal*						Rentabilidade Acumulada				PL (R\$)	Volat
	dez-16	nov-16	out-16	set-16	ago-16	jul-16	2016	12m	24m	Início		
Kadima FIC FIM	3.18%	-1.13%	0.71%	0.55%	-1.48%	-1.78%	10.43%	10.43%	28.68%	218.27%	12,164,694	4.4% a.a.
%CDI	283%	-	67%	50%	-	-	74%	74%	99%	127%		
Kadima II FIC FIM	3.18%	-1.11%	0.73%	0.56%	-1.46%	-1.76%	10.62%	10.62%	28.94%	169.47%	93,255,738	4.4% a.a.
%CDI	283%	-	70%	51%	-	-	76%	76%	100%	117%		
Kadima High Vol FIM	5.21%	-3.75%	0.19%	1.01%	-4.62%	-4.81%	11.80%	11.80%	30.29%	124.84%	52,630,510	9.9% a.a.
%CDI	464%	-	18%	91%	-	-	84%	84%	104%	196%		
Icatu Kadima FIM CP Prev	3.02%	-0.72%	1.66%	0.58%	-0.94%	0.35%	18.90%	18.90%	31.76%	54.17%	14,241,200	4.7% a.a.
%CDI	269%	-	158%	52%	-	32%	135%	135%	109%	111%		
Kadima Equities FIC FIA	-1.38%	-7.02%	6.13%	1.18%	-2.46%	10.18%	23.80%	23.80%	0.44%	-5.55%	8,434,262	18.5% a.a.
Ibovespa	-2.71%	-4.65%	11.23%	0.80%	1.03%	11.22%	38.94%	38.94%	20.44%	-11.41%		

* O histórico completo de rentabilidades mensais de todos os fundos geridos pela Kadima podem ser consultados em nosso site.

Kadima FIC FIM: Início do Fundo: 11/05/2007. PL Médio em 12 meses: R\$ 12,551,107. Taxa de administração: 2%a.a. (máx. de 2.5%a.a.). Taxa de Performance: 20% do que exceder o CDI. Público Alvo: Investidor em Geral. Cota de Aplicação: D+0. Cota de Resgate: D+0. Liquidação de Resgates: D+1. Até o dia 6-dez-2013 a taxa de performance era de 25%.

Kadima II FIC FIM: Início do Fundo: 30/04/2008. PL Médio em 12 meses: R\$ 86,820,181. Taxa de administração: 2%a.a. (máx. de 2.5%a.a.). Taxa de Performance: 20% do que exceder o CDI. Público Alvo: Investidor em Geral. Cota de Aplicação: D+0. Cota de Resgate sem Taxa de Saída: D+10. Cota de Resgate com Taxa de Saída: D+3. Liquidação de Resgates: D+1 da Cotização. Até o dia 6-dez-2013 a taxa de performance era de 25%.

Kadima High Vol FIC FIM: Início do Fundo: 23/03/2012. PL Médio desde o início: R\$ 43,634,540. Taxa de administração: 2%a.a. (máx. de 2.5%a.a.). Taxa de Performance: 20% do que exceder o CDI. Público Alvo: Investidores qualificados. Cota de Aplicação: D+0. Cota de Resgate sem Taxa de Saída: D+10. Cota de Resgate com Taxa de Saída: D+3. Liquidação de Resgates: D+1 da Cotização. Até o dia 26-mar-2013 a taxa de adm. era de 0.75% e não havia taxa de performance.

Icatu SEG Kadima FIM CP Previdência: Início do Fundo: 24/07/2013. PL Médio desde o início: R\$ 12,469,819. Taxa de administração: 2%a.a. (máx. de 2.5%a.a.). Público Alvo: Aplicações de recursos através de Planos PGBl e VGBL instituídos pela ICATU SEGUROS S/A.

Kadima Equities FIC FIA: Início do Fundo: 17/12/2010. PL Médio em 12 meses: R\$ 8,795,241. Taxa de administração: 2%a.a. (máx. de 2.5%a.a.). Taxa de Performance: 20% do que exceder o IBOVESPA. Público Alvo: Investidor em Geral. Cota de Aplicação: D+0. Cota de Resgate: D+1. Liquidação de Resgates: D+3 da cotização.

Carta Mensal é uma publicação cujo propósito é divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Kadima Asset Management. A Kadima Asset Management não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo, não devem ser consideradas uma oferta para aquisição de cotas de fundos de investimento e não constitui prospecto previsto na instrução CVM 555 ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. Fundos de Investimento não contam com garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de eventual taxa de saída. Para avaliação de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Os termos "Master" e "Feeder" são comumente utilizados no meio financeiro para designar veículos de investimento que fazem parte de uma estrutura na qual vários fundos de cotas possam compartilhar de uma mesma estratégia. Os fundos de cotas são chamados "Feeders", pois aplicam recursos financeiros no fundo receptor, este chamado fundo "Master", no qual a estratégia é implementada. Administrador/ Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., CNPJ: 02.201.501/0001-61, situada à Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905. Telefone: (21) 3219-2998 Fax (21) 3974-4501 www.bnymellon.com.br/sf - SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3974-4600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219 - Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219.