

## Pacifico RENDA VARIÁVEL

---

*Por ocasião dos três anos completos do Pacifico Ações, optamos por um relatório diferente, explicando resumidamente o perfil do fundo e como pensamos e fazemos gestão de ações.*

---

O **Pacifico Ações FIQ FIA** teve no trimestre uma queda de 2,35% e o Ibovespa uma alta de 1,78%. Desde o início o retorno acumulado é de 33,5% enquanto o Ibovespa tem alta de 3,42%.

Temos investimentos em 19 empresas, com a maior delas em torno de 16%. As maiores concentrações setoriais continuam em bancos, educação e serviços financeiros.

A única posição iniciada no trimestre foi na Randon. Optamos por aproveitar a forte queda em suas ações para iniciar o investimento. Não surpreende que haja pessimismo com o futuro da empresa, pois seus negócios são muito ligados à atividade da indústria, que passa por muitas dificuldades. Mas acreditamos que os preços atuais já mais que refletem um cenário bastante adverso, e a empresa tem feito um bom trabalho para mitigar os efeitos da fraca atividade, com corte de custos e priorização do segmento de autopeças, que tem melhores margens.

Durante o trimestre aumentamos nossos investimentos em empresas cujas ações têm oscilado bastante em reação ao cenário eleitoral, mas cujas teses de investimento são pouco alteradas em virtude do resultado das urnas. Entre elas estão a Equatorial, a Kroton e a Ultrapar.

Decidimos encerrar nossa posição na Helbor. Admiramos a gestão da empresa, uma das melhores do setor, mas temos receio quanto ao tempo que levará para a empresa superar os desafios correntes, como o elevado volume de estoques de imóveis e a alta taxa de cancelamento de compras. As características do setor, como o ciclo longo, dependência de

crédito e confiança do consumidor, e os efeitos do Plano Diretor de São Paulo nos levam ao julgamento de que temos outras alternativas com maior chance de se beneficiar da eventual retomada.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 1,13% no terceiro trimestre de 2014, acumulando 6,84% no ano.

Ao longo do trimestre, compramos proteções para a nossa carteira via opções de venda de índice fora do dinheiro com vencimento no final do ano. Acreditávamos que as volatilidades implícitas nos preços dessas opções estavam baixas levando em consideração toda incerteza que o cenário eleitoral adicionava. De fato, houve grande oscilação no mercado durante o trimestre e boa parte da variação da nossa exposição líquida foi resultado de mudanças no delta dessas opções. Assim, a nossa exposição líquida começou o trimestre em 68%, alcançou 73% e encerrou o trimestre em 51%.

Dentre as posições vendidas da carteira, vale a pena destacar o desempenho positivo para o fundo de empresas de Bens de Capital, da CSN, da PDG Realty. Essas posições foram encerradas ao longo do trimestre por apresentarem quedas acentuadas e chegarem ao nosso preço objetivo.

Nas nossas ações internacionais, zeramos a posição comprada em Apple, por ter atingido nosso preço-alvo, e compramos Coca-Cola, que nos parece oferecer um bom retorno no cenário corrente, além de possuir bastante espaço para melhorar seu controle de custos e despesas, como tem sido demandado por seus acionistas e, assim, expandir sua margem operacional.

Neste Relatório Trimestral de Gestão, por ocasião dos três anos completos do Pacifico Ações, optamos por um relatório diferente, explicando resumidamente o perfil do fundo e como pensamos e fazemos gestão de ações.

## Investidores e retornos em ações

O fundo se destina aos investidores que acreditam ser possível obter um bom retorno de longo prazo com o investimento em ações no Brasil. Por óbvio, nós acreditamos nisso, mas reconhecemos a controvérsia de tal premissa. A premissa de bons retornos em ações ajustados ao risco é periodicamente contestada mesmo nos mercados mais bem sucedidos, e tal contestação é ao menos parcialmente responsável pela existência de tais retornos excedentes.

Mesmo aqueles que acreditam na existência desses retornos têm alguma dificuldade em capturá-los, não só por causa da elevada volatilidade, mas também pelo fato de as ações gerarem perdas normalmente nos momentos mais incômodos para os investidores, como em crises ou recessões<sup>1</sup>. Deixar o mercado nesses momentos tende a ser muito prejudicial para os retornos de longo prazo, e vemos aí provavelmente a maior utilidade de um gestor que, por treino e temperamento, tenha condições de não reagir de maneira emocional em tais momentos.

Como consequência, somos céticos quanto à eficiência de um intenso *market timing* para o mercado como um todo. Há quem seja bem sucedido em tal uso, mas não é o que buscamos no Pacifico Ações, e o fundo será mais adequado para aqueles que compartilham desse ceticismo.

Acreditamos que a melhor maneira de se obter bons retornos em ações é através de investimentos de longo prazo em boas empresas e empresários. É preciso dar tempo para que a criação de valor se materialize. O Brasil tem se mostrado um ambiente propício a casos de amplo sucesso empresarial, apesar das muitas turbulências macroeconômicas, e esta é a base de nossa crença no bom retorno para o investimento em ações.

Há um potencial elevado para o país, por vezes parecemos mais próximos de capturá-lo, por vezes mais distantes. São oscilações frustrantes, mas ótimos empresários e gestores conseguiram sucesso, normalmente empregando um baixo grau de previsão sobre o futuro, e um elevado grau de equilíbrio, estudo e dedicação. É o que procuramos aplicar em nossa gestão.

Não temos a mais vaga ideia sobre a trajetória das ações brasileiras no curto prazo. Apesar de vermos valor em várias delas, não temos como saber em que período esse valor será realizado. Os últimos três anos foram decepcionantes para o país e conseqüentemente para a bolsa; mesmo assim, conseguimos gerar retorno. Esperamos um futuro mais interessante. Mesmo que este não se materialize, temos confiança em nosso trabalho.

---

<sup>1</sup> *Reports of the Death of Equities Have Been Greatly Exaggerated: Explaining Equity Returns* – Ben Inker, GMO White Paper

## **Filosofia e método de trabalho – nossa abordagem**

Há inúmeras abordagens quanto ao investimento em ações. As diferenças principais residem em filosofia (valor, momento, técnico, curto prazo, longo prazo) e em método de trabalho (coletivo, individualista). A Pacifico adota uma filosofia de valor com um método de análise e geração de ideias coletivo.

Não é clara a superioridade de uma ou outra filosofia ou método. Há razoável evidência em favor do *value investing*, mas não é categórica e sua aplicação bem sucedida é altamente dependente do método de trabalho empregado. Adotamos aquele que achamos o mais adequado ao perfil do capital humano e de empresa que temos e queremos ter, reconhecendo que há outras maneiras de se obter sucesso ao investir.

De maneira bastante resumida, a filosofia consiste em comprar uma determinada empresa por um preço abaixo de seu real valor. Tal valor é composto por dois componentes: o valor atual – intrínseco - e o valor a ser gerado no futuro por quem comanda a empresa – chamado por alguns de *franchise*. Quanto maior a participação do primeiro componente, maior será a margem de segurança do investimento. Note-se, porém, que nos casos mais relevantes de sucesso o segundo componente é muito importante.

Situações onde o preço é superior ao valor são consideradas especulativas. Devem ser evitadas.

Quanto do nosso trabalho consiste em prever o futuro? Quanto maior a margem de segurança de um investimento, menor o nível de previsão requerido. Quanto mais relevante for a parcela de criação de valor futura, mais precisaremos de algum julgamento sobre o futuro e ainda mais importante será estar em bons negócios com bons empresários, evitando perdas permanentes ao longo do processo. E em casos especulativos naturalmente o sucesso depende exclusivamente do sucesso em prever o futuro. Infelizmente, situações de "previsão zero" são raras, mas devemos tentar minimizar tal necessidade.

## **Processo de investimento**

O processo típico de investimento envolve as seguintes etapas: seleção dos setores ou empresas em que devemos focar nossos estudos; entendimento da empresa e seu valor - a análise em si; decisão de se fazer ou não o investimento; dimensionamento; e eventual saída do investimento. Executamos todas as etapas com a participação de analistas e gestores, e em cada etapa um desses grupos tem atuação mais relevante.

Tempo é um recurso escasso<sup>2</sup> e é importante para a equipe aprender a descartar rapidamente situações pouco atraentes. Parece mais fácil do que é, pois sempre há a tentação de um ganho rápido. Toda ação terá variações de preço significativas em algum momento, mas as ações de negócios de fato rentáveis fazem parte de um grupo mais seletivo. Resistir a esses movimentos bruscos é parte importante de nosso trabalho.

Sobre a análise, nossas vantagens estarão em um entendimento diferente de uma determinada situação ou caso, ou em uma maior propensão a risco, ou na maioria das vezes em uma maior paciência. Dificilmente podemos separar esses fatores em cada investimento, a maior parte dos casos envolve mais de um desses fatores. Vemos nosso contato intenso com a academia como instrumental da busca de uma visão diferenciada e de uma perspectiva de mais longo prazo, além de ser uma estimulante contribuição para a formação de toda a equipe.

Para o investimento ser concretizado, a condição essencial é a descrita anteriormente: preço de mercado inferior ao valor estimado por nós. Outra condição importante é a comparação entre o investimento em questão e as outras oportunidades disponíveis em nosso universo de conhecimento.

O dimensionamento adequado é uma questão essencialmente de análise de risco. A concentração é naturalmente necessária para conseguirmos um resultado relevante oriundo de uma visão acertada. Há outros efeitos positivos como contribuir para um trabalho de análise mais focado e seletivo. Mas se tal concentração for excessiva teremos uma maior possibilidade de perdas permanentes e significativas decorrentes de riscos específicos, além de efeitos perniciosos e involuntários no trabalho de análise, como um comprometimento excessivo com determinada visão e uma atenção reduzida a novas oportunidades de investimento.

A eventual saída do investimento pode ocorrer de maneira bem sucedida, quando o investimento atinge ou ultrapassa o que julgamos ser o seu valor justo, ou quando encontramos outras oportunidades mais atraentes. E pode acontecer de maneira menos feliz, ao estarmos equivocados. Cometemos erros, antigos e novos, ao longo dos últimos anos, alguns de custo baixo e outros de custo mais elevado<sup>3</sup>. O futuro nos reserva mais deles, esperamos que em menor quantidade. Para isso, além do constante aprendizado, procuramos sempre avaliar nosso método e fazer o possível para aprimorá-lo. É importante ter consistência na filosofia de investimento<sup>4</sup>, mas é igualmente importante se adaptar a novas

---

<sup>2</sup> *"The rich invest in time, the poor invest in money"* – Warren Buffett

<sup>3</sup> *"Fate does not always let you fix the tuition fee. She delivers the educational wallop and presents her own bill"* – Jesse Livermore, protagonista do livro *Reminiscences of a Stock Operator*, de Edwin Lefèvre.

<sup>4</sup> *"A quality investment philosophy is like a good diet: it only works if it is sensible over the long haul and you stick with it"* – Michael Mauboussin.

circunstâncias, como todos gestores e equipes bem sucedidas no longo prazo foram capazes de fazer.

Cabe ressaltar a importância de se aplicar tal método com equilíbrio, com flexibilidade para mudar de ideia, mas com alguma confiança para suportar as oscilações nos preços das ações e nos resultados das empresas. É um erro comum a identificação de um bom negócio, mas não capturar a criação de valor em razão de movimentos excessivos de curto prazo. Por mais bem sucedida que seja a trajetória de uma empresa, o sucesso do investimento será determinado pelo acionista<sup>5</sup>. Evidentemente, um baixo *turnover*<sup>6</sup> de ações contribuirá para esse sucesso. O mesmo vale para um fundo e seu cliente.

### **Trabalho em equipe**

Vemos o trabalho em equipe como a ferramenta mais eficaz para evitarmos grandes erros de julgamento, além de termos convicção de que um ambiente coletivo é instrumental para um aprimoramento mais acelerado de nosso capital humano, com cada membro ensinando e aprendendo com o grupo.

Para isso é fundamental que a equipe de fato funcione como uma<sup>7</sup>. Boas equipes mesclam diversidades de formação, opiniões, focos e estágios de carreira com um alinhamento em valores, filosofia de vida e ética de trabalho. A diversidade mostra-se particularmente importante para evitarmos o pensamento de grupo, fenômeno comum e nocivo em decisões colegiadas.

Para a equipe funcionar bem também é essencial um ambiente de trabalho e debate adequado, com críticas respeitadas e intelectualmente honestas, e aberto ao exercício de desconstrução de ideias. Uma abordagem empresarial e de gestão de longo prazo contribui para uma atuação mais cooperativa.

Estimulamos, acreditamos e admiramos a participação de todos os membros em todas as etapas de nosso processo. Além dos bons resultados, obtemos assim um maior engajamento de nossos já bastante automotivados colaboradores.

---

<sup>5</sup> *"It is neither the stock market nor even the companies themselves that determine an investor's fate. It is the investor"* – Peter Lynch.

<sup>6</sup> *Turnover* é termo usado para descrever o quanto uma carteira de ações muda a sua composição, ou seja, indica uma compra e venda frequente de ações.

<sup>7</sup> O artigo de Michael Mauboussin – *Building an Effective Team* – faz uma ótima discussão sobre como trabalhar em equipe de maneira eficaz.

## GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA  
Av. Borges de Medeiros, 633 / sala 601  
Leblon – 22430-041 – Rio de Janeiro  
www.pagr.com.br  
ri@pagr.com.br  
Tel: 55 21 3033-3300

## ADMINISTRADOR

BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM  
Praia de Botafogo, 501 / 5º andar  
Botafogo – 22250-040 – Rio de Janeiro  
Tel: 55 21 3262-9682  
SAC: 0800 7722 827  
Ouvidoria: ouvidoria@btgpactual.com ou 0800 7220 048

Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos–FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Pacifico Ações FIQ FIA: Data de início 30/09/2011. Política de investimentos: Investir em empresas selecionadas com base em análises fundamentalistas. O estudo de companhias e setores alvo possibilita a identificação de ações cujo preço possa apresentar distorção entre seu valor intrínseco e seu valor de mercado, buscando sempre retorno no longo prazo. Através do estudo profundo de setores, empresas e do cenário macroeconômico doméstico e internacional, o objetivo é identificar empresas brasileiras com grande potencial de valorização. Os analistas buscam sempre fontes de análise variadas, que vão desde informações divulgadas pelas próprias empresas até consultorias especializadas e pesquisas com seus clientes e fornecedores.. Taxa de administração de 3% a.a., calculada e provisionada diariamente e paga mensalmente. Tendo em vista que o Fundo admite a aplicação em cotas de fundos de investimento, fica instituída a taxa de administração máxima de 3,3% a.a. Taxa de *performance*: não há. Destinado ao público em geral. Aplicações cotizam em D0. Resgates cotizam em D+15 (corridos) ou D+1 (dia útil com taxa de saída de 10%). Liquidação Financeira dos resgates em D+3 (dias úteis) após a cotização do resgate. Taxa de saída: 10% sobre o valor do resgate, revertido ao fundo, para cotização em D+1 e pagamento em D+4. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que 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. Os fundos de renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este material não constitui uma oferta e/ou solicitação de aquisição de quotas de fundos de investimento.