

Pacifico RENDA VARIÁVEL

O Pacifico Ações FIQ FIA teve alta de 0,26% no segundo trimestre de 2015 enquanto o Ibovespa teve alta de 3,77%. Desde o início do fundo, em setembro de 2011, o Pacifico Ações acumula alta de 39,18% com o Ibovespa subindo 1,45%.

O fundo tem posições em 19 empresas, com a maior posição próxima de 11%. Os setores mais relevantes na carteira são o bancário, consumo e serviços financeiros.

No trimestre iniciamos um novo investimento em Petrobras e aumentamos nossa exposição à Equatorial.

A Petrobras atravessa um momento extremamente delicado, com um quadro de elevado endividamento e muitas dificuldades de crescimento de produção e de geração de caixa. Finalmente vemos nas autoridades responsáveis pela empresa – direção, conselho e equipe econômica – o senso de urgência e realismo necessários para enfrentar a situação. A publicação de um balanço auditado e a divulgação de um plano de negócios mais sensato foram primeiros passos fundamentais, e temos confiança de que a empresa adotará uma política de preços domésticos de derivados coerente com a busca pelo saneamento das finanças da empresa. Vemos espaço para ganhos significativos com suas ações caso a companhia consiga entrar numa trajetória de redução da dívida sem recorrer a uma nova capitalização.

A Equatorial passou a ser a nossa maior posição, pois ainda acreditamos num potencial relevante de valorização da empresa. Esperamos uma continuidade do processo de reestruturação das operações da Celpa. Além disso, dois novos elementos nos deixaram mais otimistas com a companhia: a postura cada vez mais amigável da ANEEL, que esperamos ser

evidenciada pelo 4º ciclo de revisão tarifária da Celpa a ocorrer no curto prazo; e a possibilidade de novas aquisições, especialmente de distribuidoras oriundas da reestruturação da Eletrobras.

Reduzimos nossa posição em Itaú, pois acreditamos que a maior parte do processo de recuperação de sua rentabilidade já ocorreu e que o cenário de curto prazo mais desafiador. Mas continuamos muito confiantes na empresa, que ainda é uma posição bastante relevante em nosso portfólio.

Encerramos nossa posição na Localiza, pois não vemos mais a perspectiva de consolidação no setor, pelo menos num horizonte mais curto, e também por considerarmos que a postura mais agressiva da concorrência pode ter um impacto em seus resultados mais relevante do que imaginávamos originalmente.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 3,95% no segundo trimestre de 2015, acumulando 5,41% no semestre. Começamos o mês de abril com 68,5% de exposição líquida e 86,2% de exposição bruta.

Ao longo deste trimestre, aumentamos gradativamente a exposição líquida do fundo, alcançando o máximo de 77,1% em meados de junho. A partir de então, reduzimos a nossa exposição, em parte com compra de opções de venda que estavam com volatilidades implícitas que nos pareciam baixas, tornando tal seguro atraente.

Na estratégia internacional, encerramos nossa posição em Coca-Cola. Assim, terminamos o semestre com exposição líquida de 65,0%, dos quais 3,2% são da estratégia internacional, e 83,9% de exposição bruta.

Neste relatório trimestral decidimos adotar um formato um pouco diferente. Em vez de abordar aspectos relacionados à nossa análise de empresas – detalhando o racional por trás de um investimento específico de nossos fundos – preferimos tratar de um exemplo de nosso processo de geração de ideias. Atualmente, é recorrente ouvir sobre a crise – ou crises – que nosso país atravessa, o que é motivo de atenção e preocupação para todos. Por outro lado, de momentos de crise – ou no mínimo de ajustes – em setores específicos ou na economia como um todo podem surgir oportunidades muito interessantes.

Antes de abordarmos os problemas econômicos de 2015, podemos aprender com a história de duas empresas: Cielo e BB Seguridade¹. Há semelhanças e diferenças relevantes entre elas e a trajetória de ambas pode trazer lições importantes.

¹ Ambas são investimentos importantes de nossos fundos, o que pode trazer algum viés à nossa discussão. Conscientes desse risco, vamos em frente.

A abertura de capital² da Cielo – na época ainda “Visanet” – ocorreu em um momento de bastante incerteza em relação a seu setor: em meados de 2009 faltava apenas um ano para o ambiente competitivo mudar estruturalmente. Após críticas do Banco Central (BC) à organização do mercado brasileiro de meios de pagamento, em 2010 terminariam as exclusividades de captura de transações com cartões das bandeiras Visa e Mastercard nas maquininhas de, respectivamente, Cielo e Rede (na época “Redecard”). A Cielo, como líder de mercado, parecia especialmente vulnerável e o setor como um todo temia as implicações de um maior escrutínio regulatório do BC. Nesse contexto, o desinvestimento parcial ou total de seus acionistas poderia até ter sido encarado como um sinal de alerta.

Desde então, o sucesso obtido pela companhia surpreendeu até os mais otimistas e durante os últimos cinco anos a antiga Visanet chegou a expandir sua participação de mercado. Há vários motivos para isso, merecendo destaque as mudanças ocorridas na gestão da empresa antes de abrir seu capital. Durante esse processo, a diretoria foi alterada e foram implementadas mudanças importantes na governança corporativa da companhia, como a criação de diversos comitês de assessoria ao Conselho de Administração – a exemplo do “Comitê de Governança Corporativa” para promover as melhores práticas possíveis – assim como de uma “Política de Transações com Partes Relacionadas”. Quanto à estratégia de negócios, a Cielo escolheu valorizar sua qualidade como parceira de múltiplos bancos – uma vez que já era controlada por Banco do Brasil (BB) e Bradesco – e prover um atendimento diferenciado a seus clientes.

O êxito desse investimento conjunto de Banco do Brasil e Bradesco rendeu frutos. Desde a abertura de capital da Visanet, os dois bancos intensificaram ou expandiram relações já existentes. Hoje a Cielo é uma dentre as diversas empresas de sufixo “elo”, junto com a bandeira Elo, o programa de fidelidade Livelo, a carteira digital Stelo e a empresa de cartões de benefício Alelo (antiga Visa Vale). No caso da bandeira elo, BB e Bradesco também são parceiros da Caixa Econômica Federal (CEF), o que já é um relacionamento valioso e de grande potencial. Ainda em meios de pagamento, recentemente a Cielo se tornou parceira do Banco do Brasil em seu negócio de emissão de cartões (Cateno).

Em seguros, a Odontoprev – operadora de planos dentais controlada pelo Bradesco – é outra parceira do Banco do Brasil por meio da Brasidental. Para sermos mais precisos, a parceira da Odontoprev é a BB Seguridade (BBSE), empresa que concentra os negócios de seguros do BB e sua corretagem nas agências do banco e que foi tema de nosso relatório trimestral 3T13. Sua abertura de capital ocorreu em um momento de “ajuste” no Banco do Brasil, que precisava aumentar seu nível de capital após forte expansão de sua carteira de crédito nos anos anteriores. Para isso, escolheu desinvestir de 33,75% desse negócio.

² Também usaremos no texto o termo em inglês *IPO* (“*Initial Public Offering*”).

Assim como no caso da Visanet, causava insegurança em muitos investidores a redução do interesse econômico do controlador, o Banco do Brasil, em BBSE. Por esse motivo, foi providencial a disposição do BB em aceitar a eleição por acionistas minoritários de um membro do Conselho de Administração que teria veto em transações com partes relacionadas³. Isso quase certamente permitiu ao banco uma precificação mais adequada das ações que vendeu na oferta.

Outro fator essencial para o sucesso da oferta da BBSE foi à presença de parceiros privados na operação – Mapfre, Principal, Icatu e Aliança da Bahia – o que guarda uma forte analogia com a participação do Bradesco no capital da Cielo. O investimento em empresas relacionadas ao Estado Brasileiro apresenta o risco de eventual conflito entre interesses públicos e privados⁴. Por esse motivo, a existência de sócios privados interessados em maximizar o valor dos negócios de tanto Cielo quanto BB Seguridade proporciona alguma segurança que os interesses do setor privado também serão resguardados.

O êxito tanto da oferta quanto do desempenho operacional da empresa desde seu IPO beneficiou não só os acionistas minoritários como também seu controlador. Houve forte aumento na visibilidade do negócio de seguros do banco, cujo sucesso levou outros bancos a enfatizarem ainda mais a importância desse segmento para si ou, ainda, a replicarem o modelo adotado pelo BB, como o caso do Banrisul (em parceria com a Icatu). Além disso, o sucesso tanto de Cielo quanto de BB Seguridade tornou ainda mais evidente o enorme valor do canal de distribuição do Banco do Brasil.

Vemos nas duas histórias citadas que a adoção de boas práticas de governança corporativa, o tratamento justo de acionistas minoritários e a presença de sócios privados contribuíram para um ciclo virtuoso de geração de valor, beneficiando tanto acionistas controladores quanto minoritários. Haveria mais oportunidades como essas?

É difícil outras empresas repetirem uma trajetória de tanto sucesso quanto as de Cielo e BB Seguridade e qualquer comparação de outras empresas com essas duas corre o risco de menosprezar o enorme mérito individual envolvido. Ademais, é improvável encontrar investimentos tão rentáveis quanto ações de empresas “pioneiras”. Dito isso, percebemos alguns exemplos de desinvestimentos do governo e de empresas estatais que podem se revelar oportunidades interessantes para nós como investidores, através de novas aberturas de capital ou de empresas já listadas que podem ser beneficiadas.

O primeiro exemplo foi a oferta recente de PAR Corretora, que é a corretora de seguros da Caixa Seguradora, operando com exclusividade nos canais de venda da CEF. A empresa guarda semelhanças com a BB Corretora, controlada pela BBSE, também possuindo um

³ Esse foi um dos aspectos de BB Seguridade que nos proporcionaram segurança suficiente para investir na empresa, conforme nosso relatório trimestral 3T13.

⁴ Idem.

modelo de negócios com baixa necessidade de capital e forte geração caixa beneficiado pelo crescimento da penetração da venda de seguros entre os clientes do banco parceiro. Entre os acionistas da empresa estão a associação de funcionários da Caixa (FENAE), a gestora de *private equity* GP e a Caixa Seguradora, controlada conjuntamente por uma seguradora francesa (CNP) e a CEF. Ou seja, assim como na BBSE, a PAR Corretora também possui sócios privados com interesse econômico no negócio. Além disso, também foram criados na PAR mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, como a eleição de um representante dos acionistas minoritários no Conselho de Administração da companhia integrante de um Comitê de Partes Relacionadas⁵.

Ainda em seguros, diversos artigos na imprensa tratam da iminência da abertura de capital do IRB (Instituto de Resseguros do Brasil) e da Caixa Seguridade em virtude da necessidade da União de melhorar seu resultado fiscal. Novamente parece que a mesma “cartilha” será seguida, começando pela existência de sócios privados nas duas empresas⁶. Além disso, alguns artigos citam explicitamente o “exemplo” que BB Seguridade seria para a Caixa Seguridade. No caso do IRB, é importante destacar que seu modelo negócios – resseguros, “seguradora de seguradoras” – seria inédito na bolsa de valores brasileira. Isso pode provocar alguma dose de ceticismo por investidores, principalmente considerando que o ambiente competitivo do setor mudou consideravelmente após o fim do monopólio da empresa em 2007 e resseguros apresentam grandes sinistros pouco frequentes – ou seja, apresentam um ciclo longo. Outras ofertas possíveis, mas que parecem mais distantes, são as da Infraero (administradora de aeroportos estatais) e dos Correios⁷.

O negócio de seguros não é o único que merece atenção nem a Caixa é a única estatal que pode recorrer a desinvestimentos para fortalecer sua posição de caixa. A nova diretoria da Petrobras já deixou explícito seu compromisso com a desalavancagem da companhia e, para isso, pretende se desfazer de ativos no valor aproximado de US\$ 58 bilhões. Nesse sentido, anunciou em Fato Relevante que analisa alternativas estratégicas para seu negócio de distribuição de combustíveis, como a abertura de capital em segmento de melhores práticas de governança corporativa (“Novo Mercado”) e a atração de um sócio estratégico. Além disso, a Petrobras também estaria avaliando a venda de sua participação na Usina Boa Vista, uma parceria com a São Martinho⁸. Essa pode ser uma oportunidade interessante para a São Martinho, que poderia adquirir uma usina relativamente nova focada na produção de etanol em um momento de melhora no preço relativo desse combustível frente à gasolina. Além disso, um plano de desinvestimentos bem conduzido pela empresa de petróleo brasileira pode não só contribuir para evitar um aumento de capital na

⁵ É importante ressaltar que o membro independente desse comitê não possui poder de veto, diferentemente do caso da BB Seguridade.

⁶ No caso do IRB, não está claro quais sócios privados permanecerão após a abertura de capital da companhia. Atualmente, a BB Seguridade é uma das principais acionistas.

⁷ <http://www.valor.com.br/financas/4121938/governo-faz-estudos-para-levar-mais-ativos-bolsa>

⁸ A empresa é um dos principais produtores de açúcar e etanol do Brasil e um de nossos investimentos.

companhia como explicitar o valor de muitos de seus ativos – no caso de desinvestimentos parciais.

De forma análoga à Petrobras, a Eletrobras estuda a possibilidade de vender suas distribuidoras de energia, localizadas nas regiões Centro-Oeste, Norte e Nordeste. Hoje deficitárias, essas empresas poderiam ser melhor geridas pelo setor privado e sua saída do balanço da empresa de energia estatal seria um alívio considerável para sua geração de caixa. Equatorial⁹, CPFL, Energisa e Coelce são algumas das empresas de energia de capital aberto que já foram especuladas como interessadas nos ativos da estatal de energia¹⁰.

Essa postura de Caixa, Petrobras e Eletrobras parecem ser exemplos de uma mudança de postura do governo brasileiro, mais aberto à participação do setor privado na economia. Sem entrar no mérito dos motivos dessa mudança, ela também pode ser percebida no lançamento de um novo “Programa de Investimento em Logística” (PIL), o que pode atrair as empresas de concessões listadas em bolsa (CCR, Ecorodovias e Arteris). Outra evidência é a desaceleração no crescimento dos bancos públicos, especialmente Caixa e BNDES, o que abre espaço não só para os bancos privados como também para o crescimento do mercado de capitais brasileiro, beneficiando CETIP e BM&FBOVESPA.

Nesse relatório buscamos abordar, de forma não exaustiva, alguns nichos de oportunidades aos quais estamos atentos. Certamente é difícil encontrar empresas brasileiras que conseguem atravessar um período tão difícil como o atual sem solavancos. Ainda assim, com olhos atentos e muita diligência na avaliação de ideias, acreditamos ser possível encontrar bons investimentos mesmo em momentos de crise.

“Occasionally the stock market offers us the chance to buy non-controlling pieces of extraordinary businesses at truly ridiculous prices—dramatically below those commanded in negotiated transactions that transfer control.” (Warren Buffet, Carta aos Acionistas da Berkshire Hathaway de 1987).

⁹ A Equatorial é um importante investimento de nossos fundos de ações.

¹⁰ <http://www.valor.com.br/empresas/4097152/distribuidoras-da-eletoabras-atraem-iniciativa-privada>

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 Hedge FIQ FIM: Data de início 30/09/2011. Política de investimentos: buscar oportunidades de ganho de longo prazo em todas as classes de ativos, dada a conjuntura econômica. A estratégia do fundo possui estilo macro, onde todas as posições têm em comum o cenário macroeconômico traçado pela equipe de gestão. Para a estratégia de renda variável soma-se o estudo profundo de setores e empresas, com o objetivo de identificar empresa com grande potencial de valorização. Taxa de administração de 2% 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 2,3% a.a. Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o CDI, provisionada por dia útil. Destinado ao público em geral. Aplicações cotizam em D0. Resgates cotizam em D+30 (corridos) ou D+3 (dias úteis com taxa de saída de 10%). Liquidação Financeira dos resgates em D+1 (dia útil) após a cotização do resgate. Taxa de saída: 10% sobre o valor do resgate, revertido ao fundo, para cotização em D+3 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. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento (Fundo Master) que pode manter ativos financeiros negociados no exterior em sua carteira. Os fundos multimercados com 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.