



## **Pacifico** RENDA VARIÁVEL

O fundo **Pacifico Ações FIQ FIA** teve alta de 10,6% no trimestre, com o Ibovespa subindo 2,9%. Desde o início o fundo tem rentabilidade de 47,1%, comparada a uma queda de 1,5% para o Ibovespa.

Temos hoje investimentos em 19 empresas, com os setores mais representativos sendo o de energia elétrica e o financeiro.

O avanço do processo de impeachment e o início do novo governo, com sinais de uma política econômica coerente, levaram a uma melhora do cenário para a economia brasileira e consequentemente para o nosso mercado de ações. Assim, montamos algumas posições em empresas que se beneficiem tanto de uma melhora na economia como de um Estado mais eficiente, e cujas ações oferecem elevado potencial de ganho, como a Petrobras, a Gerdau e a Cyrela. Como são investimentos de perfil mais arriscado, tais posições são moderadas e com risco avaliado em conjunto.

Também aumentamos nosso investimento na Cia de Transmissão Paulista, em razão da evolução do processo de indenização dos investimentos em rede feitos pela empresa no passado, e hoje é uma de nossas maiores posições. Concretizando-se tal indenização, as ações da empresa tornam-se um investimento bastante seguro, com receitas corrigidas anualmente pela inflação.

Encerramos nosso investimento na BB Seguridade devido à forte recuperação de suas ações, combinada com uma visão mais cautelosa sobre o crescimento imediato nas receitas da companhia. Também fechamos nossa posição na Ambev, pois a maturidade do negócio e as

fracas perspectivas de crescimento tornam suas ações relativamente menos atraentes em um cenário mais positivo.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 8,0% no segundo trimestre. Começamos o mês de abril com 60,6% de exposição líquida e 70,6% de exposição bruta.

Ao longo do trimestre, aumentamos progressivamente a exposição líquida, chegando a 73,1% no início de junho. Aproveitando a queda das volatilidades implícitas no final do trimestre, montamos algumas estratégias de proteção no final do semestre, reduzindo a exposição líquida. Assim, terminamos o mês de junho com 68,4% de exposição líquida e 70,8% de exposição bruta.

Neste relatório trimestral tentaremos aprofundar uma parte de nosso processo de análise de empresas e de gestão. Se há um ano – no relatório trimestral do 2T15 – exemplificamos nossa geração de ideias, desta vez trataremos de nossa abordagem para analisar riscos dos negócios nos quais investimos. Para isso, começaremos explicando um pouco essa parte de nossa filosofia de investimentos para depois abordarmos um exemplo prático – mais concretamente, como avaliamos o risco regulatório em um de nossos investimentos mais antigos e relevantes, aquele em Cielo, maior credenciadora/adquirente de lojistas no mercado de cartões brasileiro.



A maior preocupação que temos na gestão de investimentos em ações – embora não a única – é a possibilidade de uma perda permanente de capital. Não há uma fórmula mágica para evitar isso além de uma boa dose de diligência e bom senso, especialmente na estimativa de valor intrínseco de potenciais investimentos. Ao comprarmos ativos a preços abaixo do que julgamos ser seus valores justos, buscamos obter uma margem de segurança que reduz o risco mencionado.

Isso não é, contudo, uma garantia de ganho de capital em horizontes de tempo muito curtos, quando é ainda mais provável que ocorra uma diferença entre o que julgamos ser o valor adequado dos ativos e o seu preço de mercado. Nesse momento, estamos sujeitos a duas importantes formas de erro. A primeira se manifesta quando nossa avaliação inicial do investimento está correta, mas movimentos desfavoráveis de preço nos levam a agir de maneira contraproducente. Já a outra forma ocorre quando, de fato, estávamos equivocados em nossas premissas. Para mitigar esses tipos de erro, focamos em nosso processo, baseado em questionamentos e debates recorrentes, revisitando constantemente cada caso de investimento.

Outro exercício importante em nosso processo está em reconhecer nossa limitação para quantificar com precisão absoluta uma possibilidade de perda para que, assim, possamos dosar adequadamente nossa exposição a cada investimento. Parafraseando Howard Marks – fundador da Oaktree Capital Management – formar um julgamento sobre a probabilidade de eventos não quer dizer que saibamos o que vai acontecer. Além disso, mesmo eventos improváveis podem acontecer em algum momento do nosso horizonte de investimento.

Esses são princípios fundamentais que orientam a construção de nossas carteiras de investimentos. Afinal, não é porque desconhecemos o futuro que somos incapazes de lidar com ele. São infinitas as trajetórias possíveis a partir de hoje, mas acreditamos que podemos formar opiniões razoáveis sobre as trajetórias mais prováveis e sobre os valores esperados de ativos<sup>1</sup> nessas trajetórias. Se junto com isso encontrarmos investimentos com assimetrias positivas – potencial de valorização superior àquele de perda – justamente nessas trajetórias mais prováveis, podemos ser bem-sucedidos em entregar um desempenho superior à média do mercado para nossos cotistas.

Após essa contextualização de nossa abordagem em gestão de recursos podemos partir para uma discussão do caso concreto citado, Cielo. Como exemplo do nosso processo iterativo de análise de empresas, recentemente revisitamos nossa avaliação do risco regulatório da companhia. Tal debate foi incitado, principalmente, pela perspectiva de mudanças na diretoria do Banco Central do Brasil (regulador da Cielo), mas também pela Nota Técnica nº10 divulgada esse ano pelo CADE sobre o mercado de meios de pagamento. Com isso, surgiram duas grandes perguntas: é provável que a nova direção do Banco Central altere de tal maneira sua postura

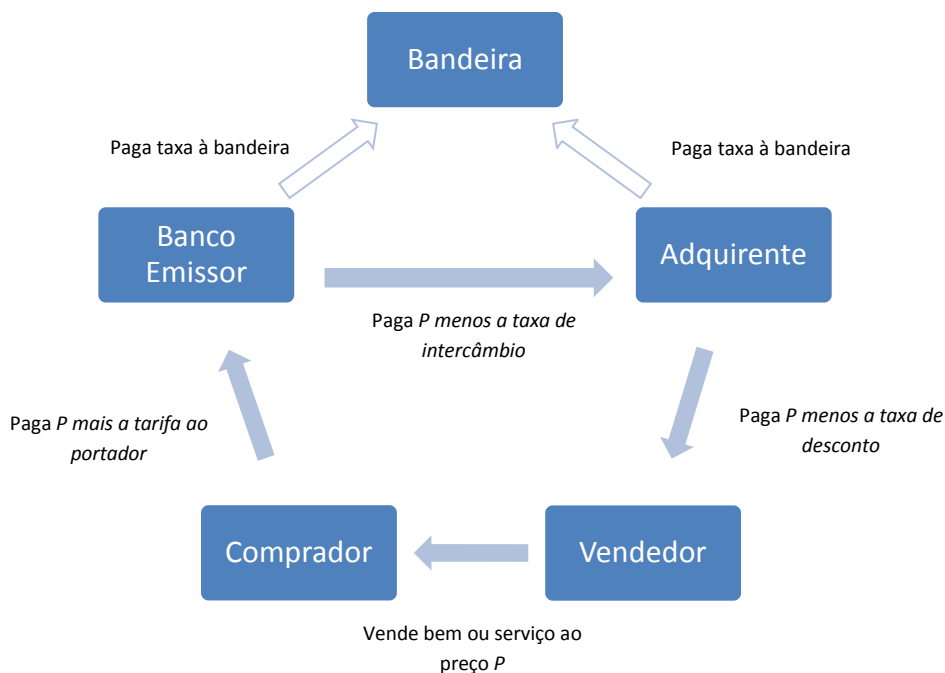
---

<sup>1</sup> Para os ativos que julgamos integrar nosso círculo de competência.

como regulador ou que o CADE imponha remédios severos ao setor para reconsiderarmos nosso investimento? Nossa conclusão, nesse momento, foi que “não”. Abaixo exploraremos a justificativa para essa opinião.

Antes disso, julgamos válido compartilhar duas preocupações antagônicas quando buscamos ponderar novas informações. Como qualquer ser humano, podemos errar tanto por superestimar quanto por subestimar o valor de novas informações e não há também aqui uma fórmula mágica para determinar o “ajuste fino” necessário para um desempenho ótimo. Justamente por isso, no caso de Cielo, decidimos não só estudar novamente o ambiente regulatório da empresa como também rediscutir a razoabilidade de nossa opinião.

Há diversos fatores que tornam bastante complexa a regulação do mercado de cartões. Para começar, ele é um mercado diferente por possuir dois lados. De um lado, estão os bancos emissores de cartões como prestadores de serviço para os portadores de cartões; do outro, há as credenciadoras afiliando lojistas ao sistema; no meio, estão as bandeiras, que coordenam e organizam o desenvolvimento do mercado em seus dois lados. Dessa maneira, qualquer atuação regulatória deve considerar seus efeitos de uma maneira mais abrangente do que é habitual.



Fonte: Pacífico e Banco Central do Brasil.

Ademais, existem aspectos específicos do nosso país que tornam ainda mais desafiador regular o setor. Primeiro, essa tarefa é compartilhada entre três instituições: Banco Central (responsável pelas atividades de instituições financeiras e de pagamentos), CADE (encarregado de aspectos



concorrenciais) e Sistema Nacional de Defesa do Consumidor (“Procon”, no que concerne relações consumeristas)<sup>2</sup>. Além disso, o Banco Central (BC) busca conciliar diferentes políticas de vigilância em suas ações – como a promoção da inclusão financeira, a redução no uso de instrumentos baseados em papel, a redução de custos para a sociedade e a ampliação de serviços de pagamentos móveis<sup>3</sup> - ainda que nem sempre esses objetivos estejam alinhados. Convém destacar também os diferentes modelos de atuação de empresas no mercado de cartões. Sem ser exaustivo há: (1) bancos brasileiros que atuam como emissores de cartões e adquirentes, como o Itaú com a Rede e o Santander com a GetNet; (2) bancos brasileiros que, além de emissores, compartilham o controle de um adquirente, como Bradesco e Banco do Brasil com a Cielo; (3) adquirentes independentes nacionais (Stone e PagSeguro) e internacionais (Elavon, First Data e Global Payments) e, ainda, (4) bancos que também detêm bandeiras, como Itaú com a Hiper e Banco do Brasil, Bradesco e Caixa com a Elo.

Muitas características do mercado brasileiro tornam ainda mais desafiadora a tarefa do regulador. Ainda que hoje o parcelado sem juros seja alvo de críticas por seu custo para lojistas, é importante ter em mente sua relevância para as vendas do varejo – cerca de metade do valor processado de transações com cartões de crédito – e sua importância como substituto do cheque pré-datado – de alto risco de inadimplência. É necessário também desenvolver a crítica de lojistas para chegarmos à raiz do problema. O custo total para o lojista nesse tipo de transação contempla duas taxas: a de desconto e outra eventual para antecipar as parcelas a receber. Essa taxa de antecipação já parte de um patamar elevado independente do poder de mercado de adquirentes e bancos devido ao alto nível dos juros no Brasil. Já a taxa de desconto, que é motivo de atenção e monitoramento pelo regulador, tem apresentado queda nos últimos anos.

Lojistas também reivindicam reduções nas taxas que pagam para receber pagamentos com cartões de débito. Contudo, outras sutilezas devem ser consideradas na análise do custo de utilização desse meio de pagamento. A oferta desses cartões por adquirentes não é isoladamente rentável quando se compara a receita média obtida com esse tipo de transação com seu respectivo gasto médio<sup>4</sup>. Mesmo no caso dos bancos emissores, o próprio BC reconhece que a oferta do débito é deficitária<sup>5</sup>. Por isso, participantes da indústria argumentam que há um subsídio indireto da rentabilidade das transações com cartão de crédito para aquelas com cartão de débito.

---

<sup>2</sup> *Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos (05/2010)*, Banco Central do Brasil, Secretaria de Acompanhamento Econômico (Ministério da Fazenda) e Secretaria de Direito Econômico (Ministério da Justiça).

<sup>3</sup> *Relatório de Vigilância do Sistema de Pagamentos Brasileiro 2013*, Banco Central do Brasil.

<sup>4</sup> Outras maneiras de analisar a rentabilidade dos adquirentes com esse serviço incluem: (i) analisar receita marginal em relação ao custo marginal e (ii) analisar a rentabilidade da oferta combinada (crédito, débito, aluguel de terminais e antecipação de recebíveis). Essas análises podem levar a conclusões diferentes sobre a rentabilidade do débito para adquirentes, o que é uma discussão para outro momento.

<sup>5</sup> *Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos (05/2010)*, Banco Central do Brasil, Secretaria de Acompanhamento Econômico (Ministério da Fazenda) e Secretaria de Direito Econômico (Ministério da Justiça).



Por outro lado, os bancos reivindicam uma remuneração mais adequada pelo risco de crédito que incorrem no parcelado sem juros. Sob essa perspectiva, será que a rentabilidade obtida por bancos enquanto adquirentes – ou sócios de adquirentes – é despropositada? Será que ela poderia ser encarada como uma compensação pelo risco não remunerado adequadamente no parcelado sem juros? Outra ponderação válida é: será que uma relação tão próxima entre bancos e adquirentes – “verticalização” – não pode ser benéfica à sociedade, enquanto pelo menos parte dos ganhos de escala sejam repassados a ela e seja facilitada a coordenação entre agentes do setor na promoção de mudanças positivas<sup>6</sup>?

Outro problema de solução complexa são os subsídios cruzados entre meios de pagamento. Na medida em que o custo de aceitação pelo lojista de transações pagas em dinheiro é baixa<sup>7</sup>, é possível argumentar que os clientes que pagam em dinheiro subsidiam aqueles que pagam em cartão<sup>8</sup>. No entanto, há benefícios para a sociedade do maior uso de meios eletrônicos de pagamento – como reduções na sonegação, na fraude e no alto custo de manuseio do dinheiro – que também precisam ser considerados por um regulador. Isso também torna pouco trivial a discussão sobre diferenciação de preços entre meios de pagamento<sup>9</sup>. Vale ressaltar que, no Brasil, esse tema necessita ser tratado fora da esfera do BC – que é favorável à diferenciação – mais especificamente no Congresso, pois existe uma resolução do extinto Conselho Nacional dos Direitos do Consumidor proibindo a diferenciação de preços para transações com cartões de crédito.

Talvez como evidência da complexidade na regulação do setor de cartões, é difícil perceber um consenso claro de como isso deve ser feito mesmo fora do Brasil. Analisando alguns países emblemáticos, percebemos abordagens distintas. Na Austrália, o regulador adotou uma postura mais intervencionista, obtendo resultados questionáveis. Houve redução de “preços” para lojistas, mas grande desaceleração no mercado de cartões. O Federal Reserve (EUA) também atingiu efeitos indesejados após limitar a remuneração de grandes bancos emissores de cartões de débito, embora normalmente tenha uma postura amigável ao mercado. Recentemente, o regulador europeu foi mais um a instituir uma restrição na remuneração de bancos emissores de cartões – nesse caso, tanto em débito quanto em crédito – o que estamos observando com atenção. Finalmente, no Canadá, notamos uma evolução regulatória talvez parecida com o caso brasileiro até aqui, sem intervenções drásticas e pautada nas forças de mercado – e um regulador atento.

---

<sup>6</sup> Como no maior uso de cartões com chip, que trazem menores custos com fraudes.

<sup>7</sup> O custo não é desprezível pois há o risco de falsificação/fraude.

<sup>8</sup> Há inclusive um estudo do Banco Central sobre o tema (“O Subsídio Cruzado no Uso do Cartão de Crédito”) em seu *Adendo Estatístico 2010 ao Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos*.

<sup>9</sup> Rochet & Tirole (“A Primer on Payment Cards”, 22/07/2005) argumentam até que traria benefícios para a sociedade tributar o dinheiro e subsidiar o “plástico”, mesmo sem considerar o efeito da sonegação.



Retornando ao caso brasileiro, é importante termos em mente um panorama histórico do ambiente regulatório. O BC está longe de ser um novato na regulação da indústria de cartões de pagamento: em abril de 2006, divulgou diretiva justamente para expor sua opinião sobre o setor. Desde então, percebemos grande coerência entre o trabalho realizado pelo BC e seus posicionamentos públicos, a despeito das mudanças ocorridas em sua diretoria – em uma demonstração da força da instituição. Ao longo dos últimos dez anos, foram muitas as mudanças positivas no setor catalisadas pelo BC, que sempre se mostrou aberto ao diálogo e vigilante para que interesses do mercado não se sobrepujassem àqueles da sociedade. Com isso, o ambiente regulatório tem sido evolucionário – e não revolucionário, como muitas vezes é temido pelo mercado.

Consideramos essa coerência institucional do BC como uma evidência importante para nossa tese de evolução gradual do ambiente regulatório no mercado de cartões, sem alijar excessivamente a rentabilidade de participantes do setor<sup>10</sup>. Ainda assim, estamos cientes de que esse passado pode não ser representativo para o futuro – afinal ele representa apenas uma versão do que poderia ter ocorrido. Como ressaltamos anteriormente, não podemos prever com precisão o futuro. Nossa percepção sobre o risco regulatório em Cielo pode mudar – como já mudou – a luz de novos fatos, isto é, a partir de nosso aprendizado. Por isso, seguimos também vigilantes com Cielo.

*“Quando se olha para o passado, ele sempre parecerá determinístico, pois apenas uma única observação ocorreu.” (Nassim Taleb, “Iludido pelo Acaso”)<sup>11</sup>*

---

(i) Em 2003, o *Reserve Bank of Australia* impôs um limite na taxa de intercâmbio de cartões de crédito e, em 2006, na taxa de débito. Isso trouxe uma redução na receita de bancos emissores de cartões e, assim, nos custos de lojistas para aceitar esses cartões. Por outro lado, de diversas maneiras aumentou o custo para portadores de cartões usarem seus “plásticos”, desestimulando o crescimento do setor. Vale ressaltar que é intensa a discussão sobre limites na taxa de intercâmbio, pois, nesse caso, a competição entre bancos emissores não acarreta o efeito disciplinador típico sobre preços. Pelo contrário, uma maior concorrência entre bancos normalmente ocorre pela concessão de mais benefícios a portadores de cartões, aumentando os custos desses bancos e estimulando as bandeiras a aumentarem taxas de intercâmbio para compensá-los. Esse efeito curioso não ocorre entre adquirentes – isto é, a concorrência entre eles proporciona queda de preços. Por isso, faz muito sentido a atuação do Banco Central do Brasil nos últimos anos, que, ao promover a retirada de barreiras à concorrência entre adquirentes, contribuiu para a redução nas taxas de desconto cobradas por eles de lojistas.

---

<sup>10</sup> Até porque, dessa forma, é possível atingir dois objetivos do BC concomitantemente: promoção do desenvolvimento do mercado e intensificação da competição. É justamente isso que temos visto nos últimos anos.

<sup>11</sup> Tradução livre a partir do original em inglês: “*When you look at the past, the past will always be deterministic, since only one single observation took place.*”



**Pacífico** GESTÃO DE RECURSOS

## **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 Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Pacífico 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.



A presente instituição aderiu ao  
Código ANBIMA de Regulação  
e Melhores Práticas para os  
Fundos de Investimento.