



Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico Ações FIC FIA** teve alta de 17,53% no trimestre, enquanto o Ibovespa subiu 10,77%. Desde o seu início, em setembro de 2011, o fundo tem alta de 136,67% comparada a uma alta do Ibovespa de 67,97%. Em 2018, o fundo teve uma rentabilidade de 16,8% contra 15,0% do Ibovespa.

Terminamos o ano com investimentos em 20 empresas, com as maiores concentrações no setor financeiro, e nos setores de consumo e energia elétrica.

O **Pacifico LB FIC FIM** rendeu 12,9% no quarto trimestre de 2018, acumulando 19,5% no semestre e 11,3% no ano.

Desde o início do fundo, em dezembro de 2012, a rentabilidade acumulada do fundo é de 118,8%, comparada a uma alta do Ibovespa de 46,07%.

Começamos o trimestre com uma exposição líquida de 63%, e 94% de exposição bruta. Possuíamos uma estrutura de opções que nos dava conforto para continuarmos investidos na nossa carteira de ações, que nos parecia ter muito prêmio, durante um período tão volátil. Dependendo dos movimentos de preço da bolsa brasileira até meados de outubro, as estruturas de opções poderiam levar a exposição do Pacifico LB ao nível máximo, de 80%, ou a um patamar bem reduzido, de 40%. Como o cenário positivo se materializou, o fundo atingiu sua exposição líquida máxima.

Em outubro e novembro, fizemos dois movimentos de *hedge* através de posições vendidas de S&P. Tal proteção nos parecia fazer bastante sentido dados os múltiplos de lucro razoavelmente altos que o S&P negociava em um momento do ciclo econômico que parecia ser diametralmente



oposto ao das empresas brasileiras. Terminamos o ano com 77% de exposição bruta e líquida, com as principais posições nos setores de shoppings, locação de veículos, distribuição de energia, setor financeiro e siderurgia.

Atualmente, possuímos uma visão positiva sobre a atividade econômica para o próximo ano, e algumas de nossas novas posições se beneficiam desse cenário. Duas delas são a BR Malls e a Natura que, além de se beneficiarem de um crescimento do consumo, estão colhendo os frutos de mudanças significativas em suas diretorias e gestões. No trimestre também encerramos nossa posição na Gerdau em virtude de uma reavaliação das perspectivas para a economia norte-americana, onde a empresa gera parte considerável de seus resultados.

Neste relatório abordaremos o Banco do Brasil.

BANCO DO BRASIL

Histórico

O Banco do Brasil é uma das mais antigas empresas brasileiras, fundado pelo Rei D. João VI em 1808 como parte de políticas que visavam estimular a nascente indústria nacional. A instituição vivenciou diferentes fases durante sua longa história. Na primeira, durante o império, o banco foi criado no contexto da fuga da Família Real Portuguesa frente às Invasões Napoleônicas. Tornou-se a primeira empresa a realizar uma oferta pública de ações no mercado de capitais brasileiro, tendo financiado inclusive a construção da primeira bolsa de valores, numa época calcada no empreendedorismo do Barão de Mauá e na prosperidade do setor cafeicultor nacional. Também exerceu durante muito tempo atribuições de Banco Central, até as reformas do setor bancário no início do período militar.

Nos anos 90 passou por um período de grande modernização, quando foi capitalizado ao fim do período inflacionário e passou a ter uma gestão muito mais profissional. Durante boa parte dos anos seguintes, diminuiu muito a distância em eficiência e competitividade para seus pares privados. Não por acaso, multiplicou por 14 vezes seu valor de mercado do início dos anos 2000 até a crise de 2008, contra 7 vezes de Itaú e Bradesco e pouco menos de 4 vezes do Ibovespa.

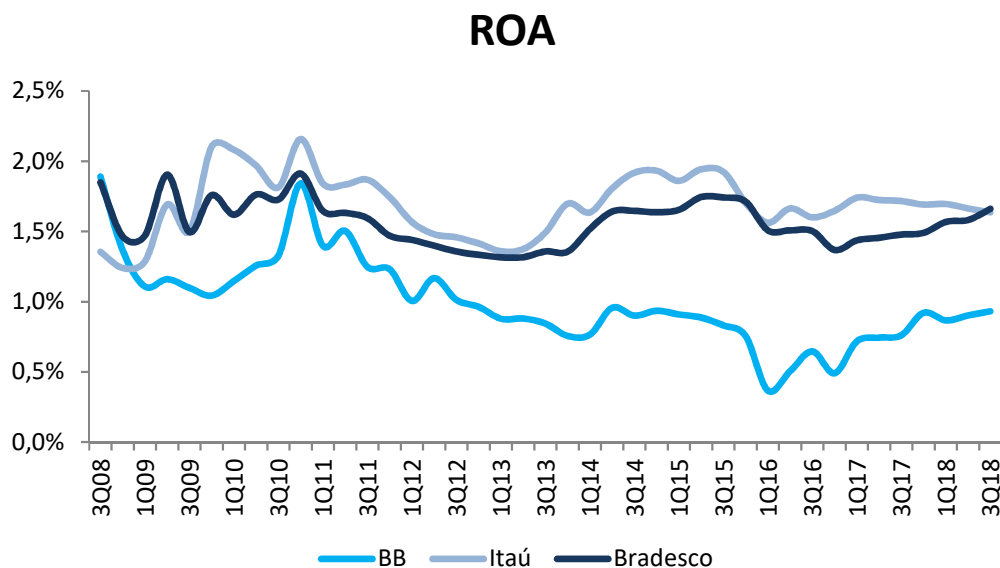
Após a crise, o governo brasileiro passou a utilizar o banco de forma mais agressiva na concessão de empréstimos. No primeiro momento, agindo de forma anticíclica ao choque, com efeitos positivos para o resultado do banco, que ganhou mercado e teve bons retornos enquanto a economia se recuperava bem. Além disso, o banco também empregou capital entre 2008 e 2010 para fazer diversas aquisições¹. Porém, nos anos seguintes, com a economia desacelerando novamente, dessa vez por fatores internos, o governo dobrou os esforços no uso dos bancos públicos para estimular um modelo econômico que dava sinais de esgotamento.

¹ Banco Nossa Caixa, 50% do Banco Votorantim, Banco do Estado de Santa Catarina, Banco do Estado de Pernambuco e 51% do Banco Patagônia na Argentina.



Durante esse período, além dos bancos públicos assumirem exposições a grandes grupos econômicos que vieram a gerar problemas de inadimplência mais tarde, também capitanearam os esforços do governo em baixar os spreads e tarifas através de competição. Em meio a esse esforço, o Banco do Brasil também viu ser aprovada a Lei de Livre Opção Bancária para servidores públicos, deixando boa parte de seus melhores clientes livres para trocá-lo pela concorrência (servidores privados já tinham o benefício desde 2009). Com essas duas espadas sobre sua cabeça, o banco formula o programa BOMPRATODOS² em 2012.

Os resultados do período são bem conhecidos e foram intensificados pela crise em que o país entrou em seguida. A rentabilidade do banco caiu de forma pronunciada e a distância dela para a de seus principais pares privados aumentou significativamente, como podemos ver no gráfico abaixo³.



Fonte: Pacífico Gestão de Recursos

Não obstante a queda na rentabilidade, a forte expansão de crédito, em conjunto com as maiores exigências regulatórias de capital e alavancagem, levaram a um cenário de falta de capital no banco, deixando investidores e o governo assustados. Enquanto o poder central tentava um início

² O programa BOMPRATODOS consistiu um pacote de redução de tarifas e taxas de juros em linhas específicas de produtos, sendo válido apenas para clientes correntistas do Banco do Brasil. O objetivo era estreitar o relacionamento com seus clientes e aumentar a sua retenção.

³ A escolha por ROA – *Return on Assets* (Lucro Líquido / Ativos), ao invés de ROE – *Return on Equity* (Lucro Líquido / Patrimônio Líquido), é para separar os efeitos da alavancagem (Ativos / Patrimônio), que também apresenta queda à medida que as regras de Basileia III eram implementadas no Brasil.



de ajuste fiscal de 2015 para 2016, o banco também começava um longo esforço de melhora de seu ROE.

Governança Corporativa e a Lei das Estatais

Nesse contexto de busca por maiores retornos, também vimos o princípio de uma iniciativa mais ampla de melhora na governança das empresas estatais. Um relevante marco recente que adiciona mais solidez à governança do banco foi a Lei das Estatais, sancionada em junho de 2016.

A lei introduziu diversas medidas com o intuito de melhorar a gestão de tais empresas e reduzir a influência política sobre elas. Entre os assuntos abordados pela Lei, alguns dos mais importantes referem-se aos requisitos mínimos e vetos, para a composição do Conselho de Administração e da diretoria das estatais. Os vetos merecem especial destaque: não podem ser indicados ministros, secretários de Estado, dirigentes partidários ou sindicais e seus parentes. Busca-se, assim, uma vedação a indicações puramente políticas.

Para o caso do Banco do Brasil, mais do que viabilizar uma melhora na gestão – o banco estava entre as empresas mais adequadas às regras da lei, e já possuía uma diretoria técnica – a lei representou uma blindagem contra futuras interferências governamentais. Tal proteção pode ficar ainda maior se for confirmada a intenção do novo governo de aprovar um projeto de lei, em tramitação no Congresso, que exige que a nomeação de diretores de bancos públicos seja aprovada pelo Banco Central.

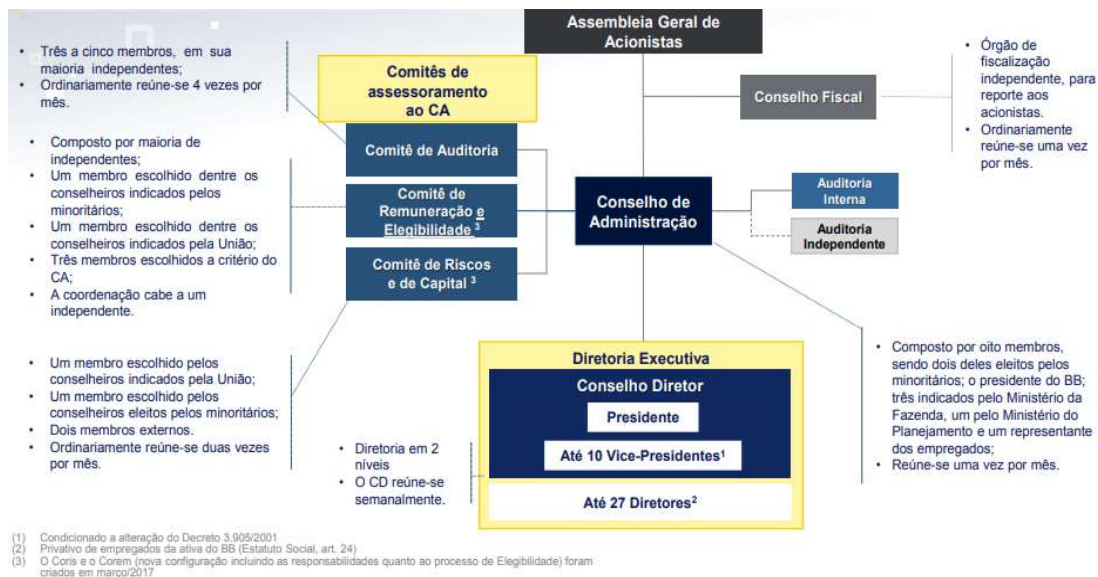
Por conta das mudanças introduzidas pela Lei das Estatais, também foram criados em 2017 dois comitês auxiliares ao Conselho de Administração do banco, o que vemos como ótimas ferramentas para assegurar uma boa governança.

O Coris (Comitê de Riscos e de Capital) tem como prerrogativa auxiliar a tomada de decisão do Conselho de Administração em decisões a respeito destes temas, emitindo opiniões não vinculantes, mas que embasam a atuação do banco. Funciona como um vigilante por conta de sua composição: de quatro membros, dois são externos ao banco e um é escolhido pelos conselheiros eleitos pelos minoritários.

O Corem (Comitê de Remuneração e Exigibilidade) tem como prerrogativa avaliar a remuneração dos executivos e se as indicações para cargos no banco respeitam o que é determinado pela Lei das Estatais. É composto por cinco membros e cabe aos independentes a maioria e a coordenação, além de contar com um membro escolhido pelos conselheiros eleitos pelos minoritários.

Vale notar que o corpo diretor do banco é composto por vinte e sete diretores, dez vice-presidentes e um presidente. Apenas os vice-presidentes e o presidente podem ser nomeados de fora do corpo de funcionários da ativa do banco, regra existente mesmo antes da lei. Uma diferença relevante para outras estatais cujo corpo diretor era mais permeável a indicações políticas. Também é importante ressaltar que os membros dos Comitês Auxiliares podem ser

pessoalmente responsabilizados, como diretores estatutários do banco, mesmo os independentes. Abaixo vemos o organograma dessa estrutura.



Fonte: Apresentação Institucional da Companhia

É importante notar que o Banco do Brasil já merecia um destaque em termos de governança entre empresas de capital misto no país. Desde 2002 possui apenas ações ordinárias e, desde 2006, faz parte do Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa da Bovespa. Além disso, sempre mostrou um bom nível de transparência em seus relatórios públicos, mantendo uma boa comunicação com o mercado. Em resumo, todas essas evoluções em termos de governança corporativa são extremamente positivas para garantir um alinhamento de forma transparente com todas as partes interessadas, em última instância contribuindo sobremaneira à maximização de valor na empresa.

Nosso Investimento

Em setembro de 2018 montamos uma posição no Banco do Brasil, antes do primeiro turno das eleições e, portanto, sob o risco de um novo governo de esquerda. O *valuation* nos dava uma boa margem de segurança com a ação negociando abaixo de 80% do valor do seu patrimônio líquido e a menos de 6 vezes o lucro esperado. Ao menos no curto e médio prazo, os resultados estão em boa parte garantidos, já que sua carteira de crédito é relativamente longa, vem sendo reprecificada a melhores taxas e existe alguma inércia na operação, que demora a responder a guinadas de curto prazo. Além disso, o Planejamento Estratégico feito para o período de 2018 a 2022 seria revisado apenas dentro de um ano, limitando grandes guinadas na política de alocação de capital do banco.



Não podemos negar que a indicação de uma mudança de política no futuro seria precificada de forma imediata em suas ações. Portanto, outro fator que nos dava conforto para aceitar o risco de mudança no governo era a necessidade do banco em seguir acumulando capital nos próximos anos para estar completamente adequado às exigências do Banco Central e às suas metas internas. Enquanto no passado os bancos públicos puderam contar com o governo para capitalizá-los, utilizando-se de Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD)⁴, a realidade econômica atual não permitiria essa engenharia financeira⁵. Ainda acreditamos que era razoável supor que, por mais que o discurso de alguns candidatos fosse de uso dos bancos públicos para estímulo do crédito, essa política não teria como ser, nem de perto, tão profunda quanto vimos no ciclo anterior. Não havia espaço para tal.

Do primeiro turno ao final do ano, com a passagem das eleições e a consequente forte redução nas incertezas, as ações do Banco do Brasil tiveram uma grande alta, aumentando bastante o seu múltiplo. Vemos hoje o banco negociando a 1,3 vezes seu patrimônio líquido e 8,5 vezes o lucro esperado para 2019. Comparando com os últimos dez anos, os níveis atuais representam um prêmio razoável. Porém, entendemos que passamos por uma mudança de regime que pode tornar seu *valuation* passado menos representativo. E considerando que sua rentabilidade já foi muito mais próxima da dos bancos privados do que é hoje, há bastante espaço para melhora frente aos níveis de retorno atuais.

Ressalvas à Estratégia de Desinvestimento de Ativos Estatais

O Governo atual dá indicações de que pretende vender ativos que são bons geradores de valor para o banco. Duas parecem ser as motivações para seguir esse curso e, embora concordemos enquanto brasileiros, elas não necessariamente vão ao encontro dos melhores interesses dos acionistas minoritários. Temos um governo que se propôs filosoficamente a diminuir o tamanho do Estado, por acreditar em uma visão mais liberal da economia. E também há um duro compromisso com o ajuste fiscal, para o qual ainda estamos dando os primeiros passos e qualquer contribuição possível será essencial.

Os bancos públicos têm um papel importante nas duas agendas, tanto por serem grandes conglomerados que perpassam diversos setores da economia, quanto por terem empréstimos junto ao Tesouro Nacional que consomem vultosos recursos. A venda de ativos estatais, ou parte deles na impossibilidade do todo, satisfaz ambos os desejos. Pelo que foi noticiado, o governo solicitará aos bancos públicos o retorno do capital dos IHCDs, mencionados anteriormente, ao

⁴ IHCD são títulos perpétuos que contam como capital sob a regras de Basileia III, ajudando o banco a se enquadrar nas exigências regulatórias.

⁵ A forma de contabilizar os IHCDs nas contas públicas é através de um ativo e um passivo para o governo. Aumentam a dívida bruta, mas não a dívida líquida, sem transitar pelo resultado primário. É diferente de uma capitalização diretamente em seu patrimônio líquido que impactaria o resultado primário.



Tesouro Nacional⁶. A Caixa tem cerca de R\$40 bilhões nesses instrumentos, o BNDES R\$35 bilhões e o Banco do Brasil R\$8 bilhões.

Do ponto de vista do acionista minoritário, o argumento favorável à venda é que ela pode (i) evidenciar o valor de um ativo que dentro do banco esteja subavaliado, fazendo a soma das partes valer mais que o conglomerado, (ii) gerar maior foco ao ativo destacado ao dar maior transparência e cobrança em cima dele e (iii) no caso específico de uma empresa estatal, trazer um parceiro privado que tenha liberdade de desenvolver o negócio de um modo que a estatal não poderia, seja por trazer uma nova *expertise* ou simplesmente por não ter os entraves aos quais um ente estatal está sujeito, como a flexibilidade na contratação e remuneração para atração do melhor capital humano possível e a flexibilidade em firmar contratos com outras empresas. Um exemplo é a BB Seguridade, cujo negócio é avaliado a múltiplos mais altos do que os do Banco do Brasil (em parte por conta da natureza da operação, menos capital intensiva do que a do banco) e nos anos logo após o IPO ganhou participação de mercado em importantes linhas de seu negócio, tais como seguro prestamista, fundos de previdência e títulos de capitalização, linhas nas quais a participação ativa do gerente bancário é mais importante. Além disso, dentro da área de Previdência, o banco tem a parceria com a Principal, que trouxe a experiência para estruturar o produto e é tida como um caso de sucesso.

No entanto, existem também argumentos contrários. (i) Uma subsidiária vendida ao seu valor justo não é detratora de valor para o acionista. Mas é possível argumentar que o banco está sendo obrigado a tomar uma decisão de alocação de capital não ótima, ao ter que agir perante uma necessidade do governo, podendo gerar um desconto para o valor que poderia realizar em uma situação diferente. (ii) Outra desvantagem é que ao repagar o IHCD e recompor seu capital com patrimônio líquido, sua estrutura de capital torna-se mais cara. (iii) O banco também está vendendo um ativo e levantando recursos que dificilmente poderão ser reinvestidos às mesmas taxas de retorno. (iv) Por fim, há o pagamento adiantado de imposto sobre ganho de capital que poderia ser diferido. Além disso, é difícil argumentar que a governança do Banco do Brasil ou do ativo listado será melhorada, uma vez que sua governança já é boa e já conta com a supervisão do mercado. Algo que seria diferente no caso da Caixa.

Desafios em um Mundo Digital

Outro ponto de atenção, enquanto investidores de Banco do Brasil, é que o mundo que vemos à frente para o setor financeiro é bem diferente do qual que vivemos até aqui. Com a tecnologia cada vez mais acessível, barreiras físicas um dia intransponíveis passam a ser menos relevantes. O cliente, que vivia insulado em seu banco, refém de filas e burocracias por ter de incorrer em altos custos de troca para migrar para a concorrência, passa a ter mais opções. O primeiro grande ataque se deu no ecossistema de meios de pagamento, onde o equilíbrio de forças mudou drasticamente. Essa já é uma batalha perdida para todos os grandes bancos e outros bolsões de

⁶ Jornal O Estado de São Paulo, 08 de janeiro de 2019 – “Bancos públicos terão de devolver R\$84 bilhões ao Tesouro Nacional.”



lucratividade do setor serão atacados em seguida. Porém, agora os incumbentes estão se mostrando mais atentos e reagindo com antecedência aos novos entrantes. As principais alavancas de resposta são preço e qualidade do serviço. Nesse sentido, estando atentos aos avanços tecnológicos, os próprios bancos podem se beneficiar das inovações para conseguir suprir de forma mais eficiente as necessidades de seus clientes a menores custos.

Nesse ambiente de inovação, que exige grande velocidade de reação, é preocupante a posição de qualquer empresa estatal, uma vez que, por melhores que sejam seus quadros, ela conta com algumas restrições que empresas privadas não enfrentam, como citado anteriormente. Ainda assim, o Banco do Brasil tem se mostrado surpreendentemente competitivo em relação aos seus pares no atendimento online de seus clientes. Uma evidência disso é o fato de seu aplicativo bancário é o melhor avaliado entre os grandes bancos brasileiros, tanto na *App Store* (da Apple) quanto na *Play Store* (do Google), ficando junto do Banco Inter e Nubank, dois dos novos entrantes de maior sucesso no sistema financeiro nacional.

Aplicativo	App Store			Play Store			Nota Média
	Downloads	Nota	Avaliações	Downloads	Nota	Avaliações	
Banco Inter	11º	4.8	38,900	14º	4.5	86,000	4.65
Banco do Brasil	3º	4.7	903,500	3º	4.5	1,538,440	4.60
Nubank	2º	4.5	7,200	4º	4.6	156,000	4.55
Bradesco	4º	4.7	261,900	2º	4.2	905,335	4.45
Itaú	5º	4.6	610,700	5º	4.3	1,052,533	4.45
Santander Brasil	6º	4.3	62,700	6º	4.2	700,070	4.25
Next (Bradesco)	23º	4.4	10,900	11º	3.6	28,000	4.00
Caixa	1º	1.7	1,300	1º	3.2	365,011	2.45

Fonte: Pacífico Gestão de Recursos

Conclusão

Investir em empresas estatais não é algo trivial. Existem riscos inerentes à atuação do Estado e uma empresa de capital misto tem obrigações para com a sociedade que vão além da maximização de lucros. É frequente a existência de um maior conflito de interesses entre o controlador de uma estatal e seus acionistas minoritários do que é visto em empresas privadas. Levamos muito à sério estes riscos e ajustamos o tamanho da posição para refletir essa realidade.

Ainda assim, apesar das ressalvas, vemos o investimento em Banco do Brasil como oferecendo um bom retorno nos preços atuais. Entendemos que a instituição tem um excelente corpo técnico, uma boa governança que está alinhada para entregar bons resultados, recuperando sua rentabilidade e diminuindo a distância para seus pares privados. Vemos apenas uma parcela dessa melhora precificada no valor das ações. Em um ambiente de maior respeito à racionalidade econômica, observamos uma empresa com bastante potencial para ser competitiva e mais lucrativa do que é hoje, valorizando suas ações à medida que esse cenário se concretize.



Pacifico GESTÃO DE RECURSOS

Como acionistas, nos manteremos vigilantes monitorando as evoluções do plano de negócios do banco e sua execução, da estrutura de governança e gestão da instituição, das mudanças tecnológicas que o setor enfrenta, assim como do direcionamento do governo, de forma a continuar gerando retorno para nossos cotistas.



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

BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM
Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar
Centro – Rio de Janeiro

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacífico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a 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 de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos utilizam 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, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

