

# FCL*Capital*

Setembro 2013

[www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com)

## Lucrando em uma nova ordem financeira

Poucos negócios inspiram tanta raiva, agitação, frustração e inveja como bancos de investimento. Tendo isso em mente, o foco dessa carta será explorar o cenário dos bancos de investimento no mundo e na América Latina e discutir o racional por trás do nosso investimento em BTG Pactual.

Desde os tempos antigos, comerciantes usam uma instituição à parte para negociar moedas de uma cidade pela de outra, guardar seus lucros, facilitar trocas e pagamentos, e, sobretudo, para colocar em contato aqueles que tem lucros excedentes com aqueles que querem ou precisam de crédito. Essa instituição é o que chamamos de banco.

Na idade média, a figura mais específica do banco de investimento começou a se desenvolver, com o financiamento de empreendimentos e negócios, expansões, fornecendo capital e arriscando o próprio - até hoje chamado de "capital proprietário". Alguns dizem que foi durante a época das Grandes Navegações que os bancos de investimento realmente viram a luz do dia.

Durante meados do século 18, quando Londres era a grande capital financeira do mundo, muitas casas proeminentes como Hope & Co., Baring Brothers e Morgan Grenfell, na época chamadas de bancos mercantes, surgiram e prosperaram.

Enquanto a globalização começava a surgir, os bancos começaram a financiar o comércio e a troca em uma escala internacional. O modelo de "merchant banking" cruzou o Atlântico e serviu como inspiração para as firmas financeiras fundadas por proeminentes famílias no mercado emergente dessa época - os Estados Unidos.

A estrutura e atividades das primeiras firmas americanas como JP Morgan & Co., Dillon Read e Drexel & Co. primeiro refletiram às utilizadas pelas semelhantes europeias, depois foram se modificando e incluindo novos serviços e financiamento de novas oportunidades de negócio com a captação e aplicação de capital de investimento.

Essas grandes firmas financeiras não se limitaram às operações de banco de investimento, oferecendo uma variedade de outros serviços financeiros como empréstimos e recebimento de depósitos. A crise da bolsa de 1929 e a Grande Depressão que se seguiu causaram o governo americano a concluir que os mercados financeiros precisavam ser mais cautelosamente regulados para proteger os interesses do americano médio. Isso causou a separação dos bancos de investimento dos bancos de varejo no Ato Glass-Steagall, de 1933.

As firmas que foram classificadas como bancos de investimento nessa separação - como Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers e First Boston - tiveram atuação importante emitindo ações e títulos de dívida das corporações americanas no período pós-guerra.<sup>1</sup>

Essa é uma distinção importante, pois quando os banqueiros de Nova Iorque tomaram a liderança no mundo dos bancos de investimento, o modelo mudou, do modelo europeu "mercante" de arriscar seu próprio capital, para um serviço financeiro de verdade, pronto para oferecer emissão de ações e títulos de dívida, compra de participações, swaps e outros instrumentos financeiros sob medida para seus clientes.

---

<sup>1</sup> Texto parcialmente adaptado da Wikipédia e do livro "A Practical History of Financial Markets", do instituto CFA.

Até os dias de hoje o coração dos bancos de investimento americanos é o chamado FICC (que se traduz para renda fixa, câmbio e commodities), com o próprio capital usado como apoio ou, pior ainda, para o curto prazo e de forma especulativa como tragicamente visto nesta última década. Em outras palavras, um século atrás, os bancos de investimento passaram a oferecer primariamente serviços “caixa-preta” para clientes, deixando assim de ser casas de investimento no sentido tradicional.

Se grandes mudanças no modelo ocorreram no século 20, uma nova onda de mudanças radicais estava para chegar no começo do século 21: Com a crise financeira de 2008, o modelo inteiro dos bancos de investimento passou pela revisão mais dramática dos últimos 100 anos, mediada por seus reguladores, investidores e executivos.

Não é o objetivo dessa carta analisar em grande detalhe todas as transformações que os bancos de investimento estão passando nos dias de hoje. Na opinião de muitos analistas, veremos o ROE (retorno sobre patrimônio líquido) das grandes instituições cair de 15%-20%, para níveis menos eufóricos, como 10%-15%. Isso se dá devido a alguns pontos, como a corrente migração do mercado para modelos mais conservadores de estrutura de capital, definidos pelos reguladores no chamado Basileia III, a atividade mais lenta dos mercados de capital e uma condução mais cautelosa dos negócios de forma geral.

Isso tudo sem fatorar as muitas questões éticas e filosóficas que surgiram nesse negócio, dos supostos níveis exorbitantes de pagamentos dos sócios banqueiros até questões sobre como essas instituições lidaram com seus clientes na época da crise.<sup>2</sup>

\* \* \*

A história de André Esteves é uma das mais conhecidas do capitalismo brasileiro e sem dúvida incrível. Ele entrou na cena nos anos 80 como um humilde assistente de TI no Banco Pactual, um respeitado banco de investimentos fundado por Luiz Cesar Fernandes, antigo sócio do Garantia. De alguma forma, ele subiu a hierarquia da instituição e fez fama como um investidor brilhante, eventualmente se tornando sócio do banco.

Isso foi apenas o começo. Rapidamente Esteves estava à frente de uma nova geração de sócios jovens e ambiciosos do Pactual. Quando Luiz Cesar Fernandes teve problemas financeiros nos anos 90 devido à negócios mal sucedidos fora do banco, Esteves e seus sócios compraram as ações de Fernandes à preços descontados e efetivamente tomaram conta do banco. Sobre isso, Fernandes chegou publicamente a afirmar que: “Esteves era tão ganancioso que, se dependesse disso, venderia a mãe para ganhar mais dinheiro”.

Então, algumas transações importantes alteraram o Pactual drasticamente. Em 2006, a UBS AG comprou o Pactual, criando o UBS Pactual, a divisão do UBS na América Latina, e André Esteves se tornou o presidente da divisão, chefiando todas as operações no continente. O preço publicado pela compra foi de \$3 bilhões de dólares, cerca de 3 vezes o valor patrimonial do Pactual, uma métrica importante para a *valuation* de bancos e empresas do ramo financeiro.

Durante um ano, Esteves trabalhou como chefe global de renda fixa em Londres e alguns especulavam que ele algum dia se tornaria o CEO da UBS. Porém, ele tinha outros planos, e existem muitos boatos de que nessa época ele tentou, em conjunto com Jorge Paulo Lemann, comprar o controle mundial da UBS, o que nunca chegou a ser concretizado.

---

<sup>2</sup> Um ponto de vista interessante pode ser encontrado no livro “Why I Left Goldman Sachs”, ou “porque deixei o Goldman Sachs”, de Greg Smith.

Com isso, ele decidiu voltar ao Brasil para começar um novo negócio do zero. Fez contato com alguns de seus antigos sócios do Pactual e contou que estava querendo voltar ao trabalho e ao mercado financeiro. Em outras palavras, ele estaria “Back to The Game”, ou de volta ao jogo, o que dizem ser o significado da sigla BTG.

\* \* \*

Em 19 de Abril de 2009, numa memorável série de eventos, o BTG comprou o UBS Pactual. A crise financeira internacional estava a todo vapor e todos os outros bancos de investimento internacional falavam apenas dos problemas de liquidez, desalavancagem, e a venda de qualquer ativo que não fosse fundamental.

Com a transação finalizada em Setembro de 2009, o Pactual foi comprado de volta pelos mesmos 3 bilhões, mas dessa vez à preço de liquidação de somente uma vez seu valor patrimonial, resultando na criação do BTG Pactual. Com essa aquisição, os sócios que saíram do banco em 2008 se reuniram com os que decidiram permanecer na instituição durante o período que se seguiu após a venda para o UBS.

A nova instituição tinha planos muito ambiciosos: Em Dezembro de 2010, eles emitiram 1,8 bilhão de dólares para um consórcio de renomados investidores e sócios, representando 18,65% do BTG Pactual. Finalmente, em 2012, o BTG Pactual teve seu IPO, captando 3,65 bilhões de reais na Bovespa.

\* \* \*

Um ano depois do IPO do BTG Pactual, a FCL Capital começou a comprar ações da empresa. O BTG Pactual já representa em torno de 5% dos ativos sob gestão do nosso fundo, uma posição que ainda está subindo lentamente. Estamos construindo a nossa posição para o longo prazo, não estamos apostando em um evento estratégico (raramente fazemos isso). No geral, tendemos a comprar mais quando as ações estão especialmente depreciadas e por isso não nos apressamos para comprar rápido.

Receitas Combinadas e Ajustadas (não auditado) <i>(em R\$mm, a menos que indicado)</i>	Acumulado no ano		Varição % para 2012
	2011	2012	2011
<i>Investment banking</i>	377	448	19%
<i>Corporate lending</i>	366	564	54%
<i>Sales and trading</i>	1.012	1.517	50%
<i>Asset management</i>	507	1.190	135%
<i>Wealth management</i>	150	202	35%
<i>Principal investments</i>	181	2.338	1190%
<i>PanAmericano</i>	(52)	(244)	n.a.
<i>Interest and other</i>	661	802	21%
<b>Receita total</b>	<b>3.202</b>	<b>6.817</b>	<b>113%</b>

*Distribuição de receita entre as diferentes áreas de operação do BTG.*



Depois de muitos encontros, conferências, um trabalho extenso nos números da empresa e entendimento de suas ações, duas coisas sobre o banco são destaques dentre as que aprendemos até agora. Um é o erro (na nossa opinião é claro) que muitos investidores estão fazendo ao tentar comparar BTG com seus concorrentes fora do Brasil, segundo, é a humildade e pé no chão que a gerência está mostrando.

## Falsos concorrentes e um modelo diferente

Poderíamos resumir as críticas feitas pelo sell side (e a maioria dos gestores brasileiros) sobre o BTG Pactual como:

- Pode parecer barato, mas todos os bancos de investimento do mundo precisam estar baratos, já que enfrentam tantos problemas;*
- Pode parecer barato, mas é mais caro que, por exemplo, o Goldman Sachs em uma medida de preço/valor patrimonial;*
- Ele merece um múltiplo baixo, pois depende muito de investimentos proprietários, que é um negócio notavelmente volátil;*
- O BTG está crescendo de forma acelerada demais e enfrentará problemas no futuro.*

Tentaremos discutir todas essas preocupações. Primeiro, acreditamos firmemente que o BTG está sendo misturado e comparado com os concorrentes errados. É verdade que os bancos de investimento no G7 não serão tão lucrativos no futuro como eram no passado, e, portanto eles precisam de um valuation cauteloso. Ainda assim, o BTG está em um barco completamente diferente, e isso não ocorre apenas porque está no Brasil.

De fato, o que vemos por trás do sucesso do BTG é um retorno para o velho modelo de “banco mercante” de um século atrás, completamente esquecido pelos bancos de investimento líderes do mundo. Enquanto Goldman e JP são bancos de investimento modernos com uma abordagem de oferecer serviços completos e tão dependentes do chamado FICC (renda fixa, câmbio e commodities) a favor dos seus clientes, o BTG tem nostalgicamente retornado aos tempos em que a casa apostava seu próprio capital nos negócios e ideias de seus clientes.

% da Receita em 2012	Goldman Sachs	BTG Pactual
Sales and Trading para clients institucionais	54,7%	17,4%
Principal Investments	0%	34,3%

Portanto, comparações com Goldman, Credit Suisse e outros grandes bancos são fora de contexto, e o argumento de que é um negócio arriscado cujas ações merecem preços descontados é duvidoso. Muito do barulho causado pelo sell side vem de bancos que vem praticamente traduzindo palavra por palavra tudo que já foi dito sobre os bancos de investimento americanos nos últimos anos. Isso portanto, é cabível de bastante ceticismo na nossa opinião.

Primeiro, para sermos rigorosos em nossa análise, devemos analisar cautelosamente os números de cada um dos diferentes negócios debaixo do guarda-chuva de investimentos proprietários do BTG – como mercados globais, “merchant banking” e investimentos imobiliário e por aí vai - Muitos dos negócios, como operações imobiliárias e alguns negócios de varejo, como a Brazil Pharma (BPHA3), na verdade merecem múltiplos altos na atual conjuntura da bolsa. Ainda assim, quando colocadas dentro do guarda-chuva BTG, por algum motivo, os analistas tendem a considera-las arriscadas, cabíveis de serem negociadas a preços muito baixos.

	Brazil Pharma	BTG Pactual
P/L 2014 (Estimativa)	16,00	6,44

Para sermos honestos, de fato concordamos que algumas operações como as mesas proprietárias, líquidas com investimentos em macro global, merecem múltiplos baixos. Fazendo algumas contas relativas às percentagens que cada uma dessas operações representa no BTG, e fatorando as operações sólidas como gestão de recursos e wealth management, concluímos que não existe razão para acharmos que não se trata de um negócio de ponta merecedor de múltiplos altos. Soma-se o fato de que todos esses negócios têm grandes perspectivas, e que somos incapazes de ver qualquer motivo pelo qual o lucro futuro deva ser inferior ao passado. Ao contrário dos pares de primeiro mundo do BTG.

Empresa	ROE em 2012
BTG Pactual	28,7%
Goldman Sachs	10,7%
Credit Suisse	10,0%
J.P. Morgan	8,2%
UBS	5,1%

*"Return On Equity" dos bancos de investimento em 2012.*

Olhando para o futuro, podemos apenas pensar que com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o BTG parece um líder natural, capaz de surfar nessa onda e manter um retorno sobre capital muito alto, através de suas operações de investimento e gestão de recursos.

## O Duopólio do IPO

Nos meses que pesquisamos sobre BTG, estávamos especialmente interessados em descobrir o poder que tinha a marca do banco. A tese dominante que existia, onde deveria existir um desconto significativo no preço dos bancos de investimento não se aplicava ao BTG na nossa opinião.

Nosso interesse só cresceu quando estudamos a complexa rede de relacionamentos do setor. Acesso, patrimônio e expertise em um mercado não trivial como o Brasil é algo muito difícil de se replicar, algo que os competidores com operações tímidas no mercado de subscrição do Brasil podem confirmar.

### M&A 2010-13 (Dealogic)

Instituição	Volume (US\$bi)	# Deals	Mkt Share (%)
BTG Pactual	95,0	199	25,6
Credit Suisse	87,8	106	23,6
Rothschild	78,3	46	21,1
Itau BBA	76,3	154	20,5
Bank of America	63,1	46	17,0

### ECM 2010-13 (Dealogic)

Instituição	Volume (US\$bi)	# Deals	Mkt Share (%)
Itau BBA	9,6	51	13,5
BTG Pactual	8,9	46	12,5
Bradesco BBI	6,6	35	9,2
Bank of America	6,2	20	8,7
Credit Suisse	5,7	36	8,0

*Ranking dos mercados de Fusões & Aquisições e Ofertas Públicas no Brasil. Fonte: BTG Pactual.*

A fase “grassroots” de nossa análise de investimento sempre foi uma etapa importante na FCL Capital, e no caso da BTG, ela foi dramática. Por muitas semanas, nos dedicamos a ficar em contato com clientes, sócios, parceiros e competidores para descobrir o valor da marca e seu modelo de negócios. Uma conversa particularmente frutífera aconteceu no começo do ano com um executivo cuja empresa fez IPO na Bovespa poucos anos atrás.

Inicialmente ele estava muito triste com as altas taxas propostas pelos bancos de investimentos para fazer essa operação. Então, ele lembrou que sua companhia iria fazer um IPO, uma oportunidade única na vida, e depois de diversos contatos, descobriu que apenas duas empresas no Brasil realmente estão na disputa pelo controle desse mercado: BTG e Itaú BBA, sendo O Bradesco BBI um terceiro colocado distante.

Ao contrário, por exemplo, do mercado americano ou da Inglaterra, muitas particularidades ocorrem no Brasil, e competidores internacionais parecem nunca conseguir uma maneira de realmente entrar no jogo. O executivo que queria abrir sua empresa começou a se preocupar, e notou que não conseguiria o preço que queria pelas ações de sua empresa a não ser que fizesse sua oferta pelo BTG ou pelo Itaú BBA. Depois de chegar perto de desistir da oferta, ele finalmente foi fazer seu IPO em 2010. A empresa escolhida foi o BTG Pactual.

Em relação aos *principal investments*, julgamos que o BTG foi capaz de montar um time que tem conhecimento, paixão, disciplina, visão e experiência; um mix raro e fantástico. Tudo isso numa cultura empresarial vitoriosa.

## Uma empresa barata

Quando o BTG foi fundado em 2008, o seu CEO já era um bilionário e muito de seus sócios multimilionários. Além disso, Esteves tinha acabado de voltar de Londres e comprado de volta o Pactual a preços de banana por causa da crise financeira internacional.

Parecia quase óbvio para um homem de negócios esperto, era um tempo auspicioso para se fazer um novo banco de investimentos global. Afinal, todos os líderes mundiais no setor estavam ou balançando ou já caídos. Suas posições de vanguarda estavam prontas para serem pegadas. André Esteves disse em uma entrevista que “fazer um banco de investimentos brasileiro operando mundialmente parecia loucura ou impossível uma década atrás. Agora, eu diria até que é um charme adicional”.<sup>3</sup>

Sem dúvida o BTG não é liderado por pessoas de mente pequena. Eles abriram escritórios em Nova Iorque, Londres e Hong Kong, em grande parte para dar apoio às operações latinas, mas também com equipes locais e fundos globais de operações de hedge e recentemente abriram seu primeiro fundo de larga escala na África. Nós ficamos admirados, ou talvez até confusos, sobre como a gerência do BTG tem sido capaz de manter seu pé no chão. Uma olhada rápida na página do banco diz “O hub de negócios e investimentos da América Latina”.

De fato, ao invés de tentar montar uma operação global, o BTG rapidamente se tornou o banco de investimentos da América Latina. Com uma posição de liderança no Brasil, sua colocação foi reafirmada em 2012 quando o BTG comprou a corretora Celfin, do Chile, líder no crescentes mercados do Chile, Peru e Colômbia. Liderando Brasil e Argentina e com a Celfin na empresa, o próprio Esteves admitiu que a única peça faltando para “zerar o jogo” seria uma aquisição de larga escala no México, o segundo maior mercado da região.

Nós não achamos que o sonho de uma operação global de investimentos foi esquecido. É cedo demais para dizer. Esses incríveis banqueiros fizeram muito em apenas 5 anos. De qualquer forma, é uma situação favorável, e a América Latina será a região, junto da Ásia, aonde os mercados de capital mais irão se desenvolver nas próximas décadas. BTG, como líder da região, dificilmente terá dificuldades para manter um alto retorno sobre capital investido – uma métrica pela qual temos profundo interesse – então se eles continuarem focados na operação Américas ainda assim terão um grande futuro, permanecendo como uma das mais promissoras posições do nosso portfólio de ações.

Por outro lado, é lógico que eles se tornem uma operação global depois de consolidar sua posição de líder da América Latina, e o céu é o limite. Não contamos com isso em nossas projeções, e ver isso acontecer seria apenas um bônus para nossa tese. As empresas americanas e europeias do setor ainda estão baqueadas, pressionadas por Basileia III e novas regulações do congresso americano no horizonte. Qualquer direção que o vento sopra nos parece favorável. Investir nesse setor tem sido um desafio permanente para nosso time, com sua inerente complexidade, fatores qualitativos e panorama em constante mudança.

Mantendo nossa guarda alta, podemos atestar que nos sentimos confortáveis. Um *payoff* menor e mais previsível com altos retornos sobre capital no médio prazo ou um caminho mais longo com possibilidades de retornos extraordinários. Seja como for, estamos falando de um investimento com uma grande margem de segurança. Para onde vamos daqui? Apenas o tempo dirá.

## Performance

Durante o terceiro trimestre de 2013, as cotas do FCL Equities se valorizaram em 4,15%, menos que os 10,81% do Ibovespa, mas favorável aos 2,05% do CDI no mesmo período. Nosso desempenho nos primeiros nove meses de 2013 é de -1,86%, o que se compara favoravelmente com a performance de -14,3% do Ibovespa.

Nossa performance anual média desde a constituição do clube de investimentos FCL Capital em 3 de Abril de 2007, nossa métrica de avaliação interna mais importante, é de 17,65% em 30 de setembro de 2013, que mais uma vez se compara favoravelmente ao resultado de 2,33% do Ibovespa ou 10,19% do CDI no mesmo período.

Data	FCL Capital	Ibovespa	CDI
<b>3T 2013</b>	4,15%	10,81%	2,05%
<b>9M 2013</b>	(1,86%)	(14,80%)	5,62%
<b>Retorno Anual Médio*</b>	+17,65%	+2,33%	+10,19%

(\*) – Desde a criação do clube FCL Capital em 03/04/07.



## Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: [www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com).

## Relacionamento com Investidores

Felipe Marcondes

[felipe.marcondes@fclcapital.com](mailto:felipe.marcondes@fclcapital.com)

[info@fclcapital.com](mailto:info@fclcapital.com)

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

[www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com)

### Auditoria



### Custódia



**Bradesco**

### Regulamentação



### Administração e Distribuição



**BNY MELLON**

Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" ([www.comoinvestir.com.br](http://www.comoinvestir.com.br))