

1º Trimestre 2013

"It's easy to lose focus on the future, because you don't pay the price of long-term mistakes for a long time. A company should have short-term goals, of course. But long term goals and strategies are essential to long-term success."

Bill Gates

Nesta carta trimestral do Opportunity Selection discutiremos a importância do alinhamento de interesses entre diretorias de empresas e seus acionistas. Aproveitaremos para descrever nosso investimento no banco BTG Pactual que tem como pilar principal a sua estrutura de incentivos.

Um fenômeno bastante conhecido em microeconomia é o chamado problema do agente-principal, no qual os responsáveis por tomarem as decisões de uma empresa (agente) podem ter diferentes interesses em relação aos acionistas (principal). Esse potencial conflito ocorre devido à presença de informação assimétrica, na qual os agentes (a diretoria) possuem mais informação sobre o contexto e um melhor entendimento das implicações das suas decisões em relação à outra parte (o principal).

Imagine, por exemplo, o caso do presidente (*CEO*) que busca expandir as operações da empresa ou realizar uma grande aquisição. A medida que a empresa cresce e ganha relevância, sua posição de *CEO* fica mais destacada e fica mais fácil justificar uma remuneração maior para si e para os demais executivos. O *CEO* pode justificar o valor pago em uma aquisição com diversos argumentos de importância estratégica, com expansão de receita via novos mercados e produtos ou com possíveis sinergias operacionais através da redução de custos, entre outros. Enquanto isso, os sócios controladores podem ter desvantagens informacionais e não saber o quanto factível será a obtenção de tais sinergias e outras formas de geração de valor para a empresa. Assim, muitas vezes, é difícil para os donos representados no Conselho de Administração da companhia saberem se a aquisição está sendo feita pelo interesse da empresa e de seus acionistas ou se apenas para atender interesses privados da diretoria. Alguns artigos acadêmicos¹ demonstram que, em geral, as decisões dos executivos de aumentar o tamanho da companhia estão associadas a um aumento subsequente da remuneração da diretoria e que os *CEOs* costumam receber um bônus adicional por completarem aquisições, apesar de diversos estudos mostrarem que, em média, as firmas compradoras destroem valor para os seus acionistas².

Tendo em vista a importância desse tema para as empresas, uma grande parcela dos estudos em Teoria de Contratos buscou estabelecer condições para que os incentivos da diretoria estivessem mais alinhados com os dos acionistas.

Dessa forma, diversas empresas passaram a implementar sistemas de remuneração variáveis baseados em metas operacionais e financeiras, assim como pagamento via ações e opções de ações, visando tornar os interesses do corpo executivo mais parecidos com os dos seus acionistas.

¹ Yaniv Grinstein e Paul Hribar, "CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses", 2004.
Lucian A. Bebchuk e Yaniv Grinstein, "Firm Expansion and CEO Pay", 2005.

² Jensen e Ruback, "The market for corporate control: the scientific evidence", 1983.
Agrawal, Jaffe e Mandelker "The post merger performance of acquiring firms: a re-examination of anomaly", 1992.
Loughran e Vijh "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?", 1997.
Moeller, Schlingemann e Stulz "Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?", 2003.

No entanto, mesmo com o pagamento em ações e opções de ações, os interesses nem sempre estão alinhados. Em geral, após um certo período, os executivos ficam livres para vender suas ações e opções. Esta alternativa possibilita o encurtamento do horizonte dos executivos, podendo gerar desalinhamentos com os acionistas de longo prazo da empresa. Os executivos que esperam vender suas ações em um prazo não muito longo têm incentivos para omitir notícias ruins, superestimar as projeções divulgadas para o mercado, manipular os resultados reportados e implementar estratégias e projetos menos transparentes que deem resultado no curto-prazo, mesmo que embutam um grande risco para a empresa³. Alguns exemplos de práticas questionáveis advindas desse desalinhamento de horizonte são planejamento tributário agressivo, operações que geram passivos trabalhistas que não são provisionados e concessão de crédito para clientes com perfil inadequado.

Uma forma ainda mais grave que pode surgir desse desalinhamento, pode ser pensada através de um jogo hipotético de uma roleta com 20 casas. Nessa roleta, 19 casas representam ganhos de mil reais enquanto uma casa representa uma perda de 100 mil reais. Esse jogo tem valor esperado negativo de R\$ 4.050,00 por rodada⁴ e sendo assim, não deveria ser jogado. No entanto, as chances do jogador sair vencedor são de 95% (19 em 20) e é pouco provável que ele perca nas primeiras rodadas (nesse exemplo, a chance do jogador vencer as cinco primeiras rodadas é de 77%).

Agora imagine que o *CEO* de uma empresa que tenha lucro anual de 50 milhões de reais esteja adotando uma estratégia que tenha resultados parecidos com o dessa roleta que criamos, só que em valores 10 mil vezes maiores (ou seja, ganhos de 10 milhões e perda potencial de 1 bilhão de reais). Para piorar a situação, imagine que as implicações dessa estratégia sejam de conhecimento apenas do *CEO* e que os acionistas consigam somente observar o resultado apresentado pela empresa. No primeiro ano da estratégia, a companhia reporta um lucro adicional de R\$ 10 milhões, um aumento de 20% em relação ao lucro do ano anterior. No ano seguinte, o *CEO* decide dobrar o investimento nessa estratégia, conseguindo assim um lucro de R\$ 20 milhões com essa operação, R\$ 10 milhões a mais do que no ano anterior. Dados os incríveis resultados apresentados pela empresa, o *CEO* passa a receber bônus maiores por ter atingido suas metas e as ações da empresa se valorizam. No entanto, o *CEO* passa a enfrentar um dilema cada vez maior: caso decida parar com essa estratégia, a companhia deixará de apresentar todo esse lucro extraordinário e voltará a reportar o lucro inicial de apenas 50 milhões de reais, uma queda de quase 30% em relação ao lucro do último ano. Ele sabe que suas ações que ainda não foram vendidas apresentarão uma forte desvalorização caso a empresa não só interrompa o processo recente de crescimento de lucro como ainda apresente uma queda significativa do seu resultado. Logo, ele decide continuar com a estratégia com valores cada vez maiores e, como vimos acima no exemplo da roleta, é muito provável que ele seja bem sucedido nos primeiros anos. Com isso, as ações da empresa se valorizam ainda mais e o *CEO* tem a oportunidade de continuar embolsando maiores bônus e se desfazendo das ações e opções que vai recebendo ao longo do tempo. O final dessa história já podemos imaginar... Em algum momento o resultado negativo aparece, a empresa apresenta um prejuízo gigantesco (potencialmente levando-a à falência) e o *CEO*, mesmo sendo demitido, acumulou uma fortuna ao longo desse período.

O caso dos bancos de investimento norte-americanos na grande crise financeira de 2008 ilustra bem o risco de intensificar muito os incentivos de remuneração dos executivos via ações e opções, dada a possibilidade destes liquidarem as ações num período de tempo curto. O artigo "*The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*" de Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen e Holger Spamann mostra que o time dos cinco executivos

³ Daniel Bergstresser e Thomas Philippon, "CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990s," 2006.

⁴ Valor esperado de R\$ 4.050,00 = R\$ 1.000,00 * 19/20 + (R\$ - 100.000,00) * 1/20

principais dos bancos Bear Sterns e Lehman Brothers teve um ganho expressivo durante o período de 2000 a 2008 com bônus e, especialmente, com a venda das ações que eles recebiam como remuneração. Assim, mesmo com a forte desvalorização das ações residuais que ainda mantinham, o resultado deles foi claramente positivo durante todo o processo, muito diferente do resultado obtido pelos acionistas minoritários que carregaram as ações dos bancos desde 2000.

“Options are very motivational. We just have to be a little more thoughtful about what it is we’re asking them to motivate.” - Nell Minow (NY Times, 17/02/2002)

Como tentamos mostrar acima, considerações sobre o alinhamento da diretoria com os acionistas são uma etapa importante na avaliação de qualquer investimento. Em alguns casos, como os dos setores bancário e imobiliário, assim como empresas na fase de projeto, onde, além da existência de uma grande assimetria de informação entre diretoria e acionistas, o ciclo operacional é mais longo e o impacto efetivo das decisões só será percebido alguns anos à frente, essa avaliação se torna fundamental.

No caso do setor de construção civil, as empresas reconhecem os lucros dos projetos de acordo com a evolução das vendas e do avanço das obras, se baseando na margem estimada do projeto. No entanto, muitas vezes os custos dos projetos ficam maiores que os projetados e esse efeito só será incorporado nos resultados da empresa quando ela decidir revisar o custo orçado dos projetos ou quando ela terminar a obra. Não é à toa que várias surpresas negativas apareceram para diversas empresas listadas em bolsa, cujas ações apresentaram fortes quedas. A revisão para cima dos custos é apenas um dos problemas no setor de construção civil e acreditamos que outros poderão ainda se intensificar ao longo do tempo como pagamento por atrasos na entrega das obras, gastos com reforma de projetos entregues com deformidades e passivos trabalhistas. De modo geral, as empresas do setor que apresentaram a melhor evolução operacional e financeira ao longo desse tempo (e, conseqüentemente, as ações que apresentaram as melhores performances) foram exatamente as que tinham o “olho do dono” na operação e um melhor alinhamento de incentivos, favorecendo a rentabilidade da operação e não buscando apenas aumentar o tamanho da empresa.

No caso dos bancos, o resultado de curto-prazo pode aumentar através de uma política mais flexível de concessão de crédito, ao crescer a carteira de crédito de forma mais forte e o reconhecimento da margem financeira da operação. No entanto, a verdadeira inadimplência dessa carteira (diferente da provisão estimada pelo banco) só será reconhecida no futuro. E informações importantes para essa avaliação, como o perfil de crédito de cada cliente assim como o nível de garantias aceito pelo banco, não estão disponíveis para os acionistas.

BTG Pactual

Nesse contexto, gostaríamos de contar sobre nosso investimento no banco BTG Pactual. A ação do banco faz parte da carteira do Selection desde seu *IPO* em abril de 2012 e no final do último trimestre aproveitamos para aumentar nossa posição.

Um aspecto que consideramos fundamental no nosso investimento no BTG Pactual é a estrutura de incentivos que existe no banco. A cultura da instituição é herança dos valores existentes no Banco Pactual, e tem como elementos-chave a meritocracia e o conceito de *partnership*.

A estrutura de *partnership* do Banco faz com que todo ano as participações dos sócios possam ser redefinidas de acordo com a performance de cada um. Os funcionários que se destacaram ao longo dos últimos períodos podem virar sócios ou aumentar sua participação na sociedade ao pagar o valor patrimonial pelas ações. Da mesma forma, sócios que estão saindo do banco e/ou têm apresentando uma performance pior têm suas participações reduzidas ao serem recompradas pelo banco (também pelo valor patrimonial). Para evitar diluição dos demais

acionistas, os aumentos de participação dos sócios devem ter como contrapartida a redução de participação de sócios que estão apresentando uma performance inferior⁵.

Um detalhe essencial nessa estrutura que foi preservado mesmo após o *IPO* é que, ao contrário do que acontece na maior parte das empresas, as ações de sócios e associados nunca podem ser negociadas pelo seu valor de mercado. Essas transações somente ocorrem pelo valor patrimonial. Essa característica inibe os incentivos que discutimos acima, de gerar resultados de curto prazo que sejam ruins para o banco no longo prazo, dado que os sócios não conseguem realizar o valor de mercado das ações que poderiam refletir um otimismo com esse lucro pontual. Nesse caso, a capacidade de extração de valor pelos sócios estaria limitada ao bônus recebido no período. No entanto, as ações do banco representam uma parcela muito significativa do patrimônio dos mesmos, e sair do banco representaria um custo relevante para o sócio dado que o valor patrimonial apresenta um grande desconto⁶ em relação ao valor de mercado das ações que reflete melhor o fluxo de dividendos esperado pelos acionistas. Vale destacar que para os sócios do banco, a variação anual do valor das suas participações no banco pode representar até dez vezes o valor do bônus recebido. Dessa forma, apesar dessa característica do contrato de sociedade, na qual as participações só podem ser vendidas pelo valor patrimonial, apresentar um custo financeiro e de liquidez para os sócios do BTG, os benefícios dessa medida parecem bastante superiores ao ajudar a alinhar os incentivos na busca da manutenção de uma alta rentabilidade e da sustentabilidade do banco.

Outro fator fundamental nessa estrutura de incentivos é o fato do *CEO* do banco, André Esteves, também ser o maior acionista, controlador e fundador do BTG Pactual. Essa condição ajuda a eliminar o conflito de agente-principal dado que, nesse caso, ele exerce os dois papéis (*CEO* e acionista controlador) ao mesmo tempo.

No Brasil, os controladores de instituição financeira possuem responsabilidade solidária em caso de intervenção ou liquidação extrajudicial das suas instituições, podendo ter seus bens indisponíveis. Essa regulação ajuda a coibir o incentivo ao risco excessivo que algumas empresas podem vir a assumir quando os sócios têm responsabilidade limitada. Esse efeito é ainda mais poderoso no caso em que o *CEO*, responsável pelas decisões principais da empresa, é também o controlador da companhia.

O BTG Pactual atua em diversas linhas de negócio, que eles dividem da seguinte forma: *investment banking*; crédito corporativo; tesouraria e corretora; gestão de recursos de terceiros; gestão de patrimônio; *private equity* e o banco PanAmericano. Esse amplo leque de atuação ajuda a diversificar as receitas do banco que costumam apresentar uma volatilidade razoável em cada divisão separadamente. Uma crítica comum aos resultados do banco está relacionada à não recorrência de alguns eventos como um ganho (ou perda) extraordinário na tesouraria, uma venda bem (ou mal) sucedida de uma das empresas no segmento de *private equity*, entre outros. Entretanto, acreditamos que esses eventos, aparentemente específicos a um determinado trimestre, fazem parte da dinâmica estrutural dos resultados do banco. Na verdade, vemos a diversidade de segmentos em que o banco conseguiu se posicionar, tendo exposição tanto a negócios com fluxos constantes e estáveis (baseados em receitas de serviços), quanto a negócios mais voláteis (como as operações da tesouraria) e também a negócios de ciclo de realização mais longos (como o segmento de *private equity*), como algo que apesar de trazer incertezas em relação às projeções de lucro no curto-prazo, traz também uma série de oportunidades de criação de valor para o acionista do banco.

⁵ Em 2011, a companhia nomeou 31 novos associados, 2 novos sócios e promoveu 3 associados para sócios. As ações para esses funcionários vieram de 6 sócios e associados que saíram do banco e foram recomprados, assim como de 9 outros que tiveram suas participações reduzidas. Em 2012, mais 10 funcionários foram promovidos para associados e 2 para sócios, em contrapartida à saída de 2 sócios.

⁶ No fechamento do dia 28/3/13, as ações do BTG estavam avaliadas a 2.17x o valor patrimonial do banco, segundo os dados do balanço do 4T12.

Dada a importância da qualidade do time de colaboradores na operação de um banco de investimento e, conseqüentemente, o alto nível da remuneração exigida pelos funcionários que se destacam, essa atividade demanda uma escala mínima razoavelmente alta para conseguir remunerar toda sua equipe de forma apropriada. Com todo o investimento em pessoas feito ao longo do tempo, o BTG Pactual conseguiu nos últimos 10 anos (desde a época do Banco Pactual) construir uma marca muito forte no país. O valor da marca e o longo histórico de relacionamento com os clientes ajudam na atração de um volume maior de negócios com os clientes antigos assim como novos, gerando ganhos de escala para o banco e dificultando que novos concorrentes consigam atingir a escala mínima.

Acreditamos que o banco tem um bom potencial de crescimento, estando muito bem posicionado para capturar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e na América Latina em suas diversas linhas de negócio.

Apesar da importância da marca e escala, todos esses elementos acabam sendo ancorados no fator essencial do banco que é o seu capital humano e a estrutura de incentivos que consegue extrair o melhor de seus funcionários. Essa combinação de talento e alinhamento em nossa visão é e continuará sendo extremamente vencedora.

Avaliando esses fatores qualitativos em conjunto com as perspectivas favoráveis de crescimento e rentabilidade das suas operações e o fato das ações do banco estarem sendo atualmente negociadas aos múltiplos de 9.4x preço-lucro 2012 e 2.17x o valor patrimonial⁷, acreditamos que o investimento no BTG Pactual apresenta uma interessante relação risco-retorno.

Agradecemos a confiança,

Equipe de gestão.

⁷ Com base no preço das ações do fechamento do dia 28/3/13.

Mais Informações RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201