

Nesta carta de gestão, iremos comentar a performance dos fundos da Oceana no ano de 2013 e, em seguida, apresentar o case de BB Seguridade, que trouxe importante contribuição para os Fundos em 2013. Iremos também tecer comentários sobre o setor de bancos que, ao final de 2013, representava o setor de maior exposição das carteiras dos fundos Oceana Valor FIA e Oceana Long Biased FIA.

### **Oceana Long Short FIM**

O fundo Oceana Long Short obteve uma performance de 9,9%, ou 122,4% do CDI no ano. Desde o seu início, em março de 2006, o fundo obteve uma performance de 168,4%, ou 139,5% do CDI.

No ano, as principais contribuições positivas foram geradas por *pair* trades nos setores de consumo, construção civil e elétrico, e por uma operação de distorção de valor comprada em educação e vendida em saúde. As principais contribuições negativas foram geradas por um *pair* trade no setor de telecom, uma operação de distorção de valor comprada em transportes e uma operação de evento corporativo no setor de *commodities*.

### **Oceana Valor FIA**

O fundo Oceana Valor FIA obteve uma performance de 1,1% no ano, enquanto o IBX apresentou uma performance de -3,1% e o Ibovespa apresentou uma performance de -15,5%. Desde o seu início, em outubro de 2008, o fundo obteve uma performance de 90,6%, enquanto o IBX apresentou uma performance de 28,7% e o Ibovespa apresentou uma performance de 3,4%

No ano, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores financeiro e educação. As principais contribuições negativas foram geradas no setor de telecom e em *commodities*.

### **Oceana Long Biased FIC FIA**

No ano, o fundo Oceana Long Biased FIC FIA obteve uma performance de 11,1%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 8,1% e o Ibovespa apresentou uma performance de -15,5%. Desde o seu início, em dezembro de 2010, o fundo obteve uma performance de 48,0%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 31,2% e o Ibovespa apresentou uma performance de -23,4%.

No ano, a estratégia *long*, com uma exposição líquida média de 64,2%, gerou um resultado positivo em 8,02%. A estratégia *short*, com uma exposição líquida média de -6,33%, gerou um resultado positivo em 3,59%. A estratégia de valor relativo gerou um resultado marginalmente negativo no período. Setorialmente, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores financeiro e educação. As principais contribuições negativas foram geradas no setor de telecom e em *commodities*.

---

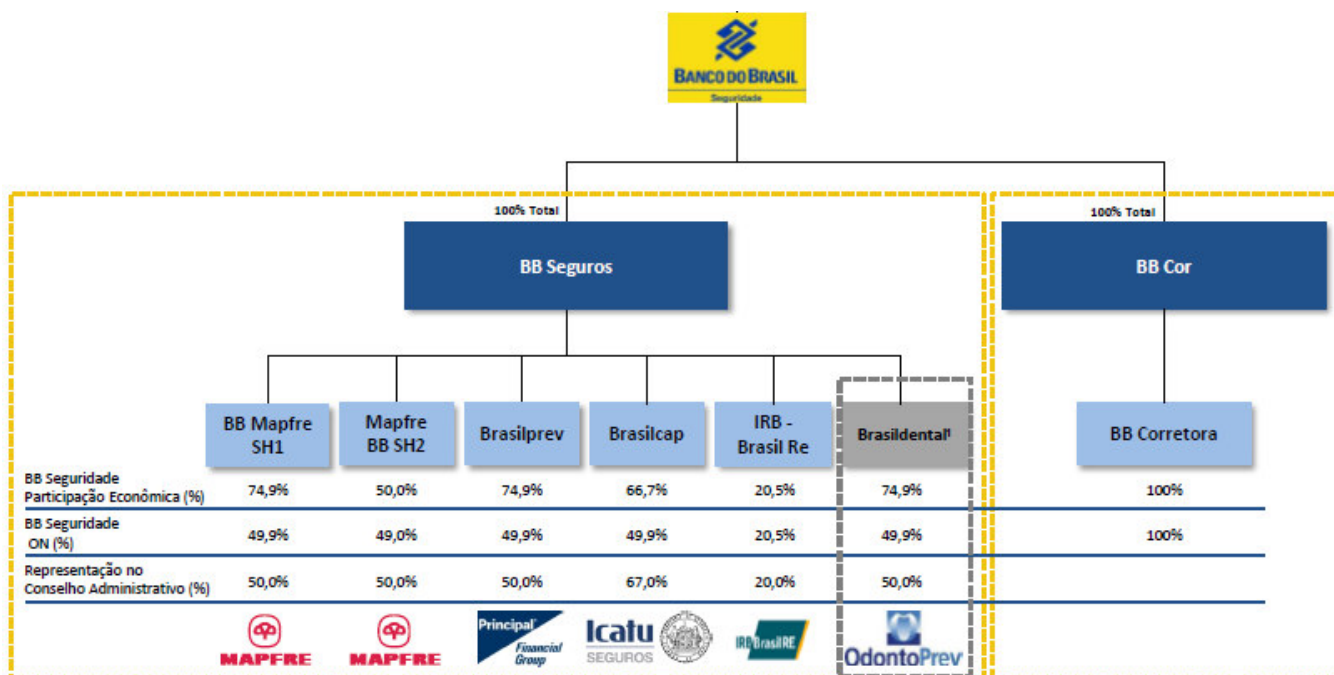
## **BB SEGURIDADE**

Em 2013, o investimento em ações de emissão da BB Seguridade (BBSE3) trouxe uma importante contribuição para o Fundo. No segundo semestre, BBSE3 teve uma valorização de 42% vs. 9% para o IBX-100.

A BB Seguridade é a empresa que concentra as operações de seguros do Banco do Brasil. A empresa foi estruturada de forma a abrigar operações nos ramos de Seguro de Vida ("SH1"), Seguro Auto e Ramos Elementares ("SH2"), Previdência (BrasilPrev) e Capitalização (BrasilCap). As operações de seguros do Banco do Brasil foram iniciadas em 1981, mas a BB Seguridade, em seu formato atual, é fruto de um processo de organização mais recente: a BrasilCap é resultado de uma parceria iniciada em 1995 entre a BB Seguridade (67%), Icatu e Aliança da Bahia (33%). A BrasilPrev tem como acionistas BB Seguridade (75%) e Principal (25%), parceiros desde 1999. A Mapfre tornou-se parceira da BB Seguridade em 2011 e hoje é acionista da SH1 (BBSE = 75% x Mapfre = 25%) e SH2 (BBSE = 50% x Mapfre = 50%).

As operações da BBSE têm como pilares a capacidade operacional dos sócios estratégicos e a poderosa rede de distribuição do Banco do Brasil: mais de 5 mil agências, quase 20 mil correspondentes bancários e 60 milhões de clientes. Os sócios estratégicos detêm o controle do capital votante das empresas (50,01%), mas a BB Seguridade tem uma participação no capital total dessas empresas proporcional à importância relativa do canal de distribuição do Banco - p.ex.: maior na venda de seguros de vida, onde a BB Seguridade detém 75% do capital da SH1 e menor na venda de seguros de automóvel, onde a BB Seguridade detém 50% do capital da SH2.

Por fim, a BB Seguridade detém 100% do capital da BB Corretora, economicamente responsável pelas receitas de corretagem pagas pelas empresas operacionais nas vendas realizadas através da rede do Banco do Brasil. A empresa também tem investimentos no IRB (resseguros) e na Odontoprev (Seguro Dental). A figura abaixo apresenta a estrutura organizacional da BB Seguridade.



De forma geral, a BB Seguridade tem operações que apresentam uma interessante combinação: i. alto crescimento potencial e ii. elevada rentabilidade.

### 1. Potencial de crescimento

Alguns segmentos onde a BB Seguridade atua possuem elevado potencial de crescimento, como, por exemplo, os setores de Vida, Previdência e Capitalização. O setor de serviços financeiros ainda apresenta uma baixa penetração de serviços financeiros na população, e os setores de Vida e Previdência não são exceção.

A publicação "World Insurance in 2012", da Swiss Re, apresenta um comparativo mundial de penetração em Seguro de Vida (Prêmios / PIB), onde o Brasil aparece na 42ª posição dentre um total de 87 países, com um volume de prêmios em 2012 equivalente a 1,99% do PIB, frente a 3,65% nos EUA (13ª posição), 8,44% no Reino Unido (7ª posição), 3,93% em Portugal (20ª posição), 2,50% na Espanha (26ª posição), ou 1,28% em média para os países da América Latina e Caribe. No Brasil, o setor apresentou uma taxa média de crescimento de 13% a.a. para o período de 2008 a 2012.

A OECD, em sua publicação "Pension Market in Focus - 2013", mostra um quadro parecido para o setor de Previdência: o Brasil aparece com uma penetração, medida pelo indicador "Ativos de Pensão / PIB" de 15%, comparado com 96% para o Reino Unido, 75% para os EUA ou 60% para o Chile. De acordo com a SUSEP, o setor de Previdência Privada cresceu 20% a.a. no período de 2006 a 2012 no Brasil.

## 2. Elevada rentabilidade

Os principais setores onde a BB Seguridade opera possuem um baixo nível de competição, que permite o atingimento de um elevado nível de rentabilidade. Esse baixo nível de competição é explicado pelo estágio ainda inicial da indústria ("há mercado para todo mundo" vs. "jogo de rouba monte") e pela elevada concentração do setor. Essa concentração é fruto da característica dos produtos - Seguros de Vida, Previdência e Capitalização, que são majoritariamente comercializados através da rede bancária (um canal bastante concentrado e - importante - com elevadas barreiras de entrada). Em suma, uma indústria em estágio inicial, concentrada, e com elevadas barreiras de entrada, em geral apresenta condições estruturais para uma elevada rentabilidade.

## 3. BB Seguridade – posicionamento

A BB Seguridade está bem posicionada para se beneficiar desse potencial de crescimento setorial, graças à possibilidade de trabalhar, com exclusividade, a base de clientes do Banco do Brasil, que é relativamente inexplorada. A empresa celebrou, com seu controlador, um contrato de 20 anos que dá a ela o direito de explorar a base de clientes do Banco do Brasil. Eventuais modificações nesse contrato têm que passar por um comitê estatutário de partes relacionadas, onde modificações precisam ter voto afirmativo de um representante dos acionistas minoritários.

A título de ilustração, à época do IPO, o Bradesco reportava uma penetração de 31% de produtos de seguridade em sua base de clientes, ao passo que, para a BB Seguridade, esse índice era de 13%. Essa diferença pode ser explicada pela ausência, até então, de foco nesse negócio, que era materializada pela falta de treinamento de seu pessoal (em produtos de seguridade), processos de análise e venda desatualizados, e a correspondente falta de sistemas adequados de suporte aos canais de venda. O IPO da BB Seguridade fez com que a companhia passasse por um processo de reorganização que foi acompanhado de mudanças no foco destinado ao segmento de seguridade por seu controlador, o Banco do Brasil. Esse maior foco traduziu-se em um programa de treinamento e atualização de pessoal e novos processos e sistemas que tornaram a venda de produtos de seguridade muito mais personalizada e eficiente (i.e. "o produto certo na hora certa para o cliente certo").

## 4. O investimento na BB Seguridade – considerações sobre *valuation*

Uma vez entendidos os *drivers* de valor setoriais e específicos da BB Seguridade, bem como o contexto societário, organizacional e de governança da empresa, o passo seguinte foi o entendimento do retorno potencial associado ao investimento na companhia, que, naturalmente, passa por considerações sobre seu "valuation". A BB Seguridade tem um negócio que não só apresenta um elevado potencial de crescimento com boa rentabilidade, mas que também exige um reinvestimento relativamente modesto, quando comparado, por exemplo, com a indústria bancária. Isso se deve à menor necessidade de capital no negócio de Corretagem ou mesmo Previdência, por exemplo.

Tornou-se claro, em um estágio bastante inicial de nossa análise, que estávamos diante de uma empresa que "mereceria" negociar a múltiplos bastante mais elevados, por exemplo, do que uma seguradora de automóveis, pois tinha um maior crescimento, com maior rentabilidade e menor necessidade de retenção de capital.

O preliminar entendimento do setor e da BB Seguridade nos trouxe ânimo com o "case". Quando notamos que boa parte do mercado começava a comparar a BB Seguridade com, por exemplo, a Porto Seguro, notamos que começava a se formar certa assimetria, pois a despeito de todo o *track record* e eficiência da Porto Seguro, estávamos diante de dois negócios que tinham pouca similaridade em seus *economics*. A tabela abaixo mostra alguns dados comparando os dois negócios.

<b>BBSE x PSSA*</b>	<b>BB Seguridade</b>	<b>Porto Seguro</b>
Crescimento de prêmios emitidos (2013E)	30%	20%**
ROAE 2013 ajustado**	37%	16%***
<i>Payout</i> 2013E	80%	50%

\* Exclui não recorrentes

\*\* 2013: Crescimento impulsionado pelo repasse de preços no setor (Seguro Auto, marca Porto Seguro: crescimento de prêmios emitidos = 16%; aumento do prêmio médio de 16% com zero de aumento da base segurada)

\*\*\* Sem *business combination* - i.e. exclui ágio da combinação com o Itaú

Na época do IPO, a despeito da qualidade do negócio e de suas perspectivas, a empresa veio ao mercado precificada a R\$ 17,00 / ação, a um "valuation" implícito que consideramos bastante atrativo.

Essa oportunidade foi gerada pelas dúvidas que o mercado tinha com relação à empresa, dado o histórico de resultados limitado e as incertezas quanto ao seu verdadeiro potencial de crescimento.

Dado o potencial de retorno associado ao investimento - caso fossem validadas algumas premissas de crescimento - realizamos um intenso trabalho de pesquisa e *due diligence*, onde entre outros, acessamos gerentes de agências do Banco do Brasil em entrevistas e para quem submetemos um questionário padrão. Nessa pesquisa, verificamos que o Banco do Brasil havia implementado um expressivo aumento nas metas de vendas de produtos de seguridade em sua rede, aumentando o foco dos gerentes de agência na venda destes produtos, o que aumentava de forma significativa a expectativa de crescimento para um horizonte de curto / médio prazo (2013/2014), e consequentemente nos dava uma maior visibilidade com relação ao potencial de entrega de resultados da BB Seguridade para esse período.

Conforme esperado, divulgados 3 trimestres de resultados, e passados 9 meses desde o seu IPO, o mercado teve chance de verificar a materialização dos "economics" da empresa, bem como analistas e investidores puderam aprofundar seu entendimento do negócio. Em 30 de dezembro, as ações da BB Seguridade encerraram o ano cotadas a R\$ 24,50 / ação, uma valorização, ajustada por dividendos, de 49% em relação ao preço do IPO. Naquele nível de preço, consideramos que o retorno médio esperado, e a correspondente margem de segurança associada ao investimento em BB Seguridade havia sido bastante reduzida. Em consequência, o tamanho de nosso investimento foi devidamente reduzido.

## **GRANDES BANCOS BRASILEIROS**

Apesar de não sermos particularmente entusiasmados com o negócio de concessão crédito, em função, entre outros, de sua alta alavancagem e ciclicidade, sempre consideramos bastante interessante o modelo de negócio integrado dos Grandes Bancos Brasileiros ("GBB") - em especial as linhas de negócio não ligadas a crédito.

O IPO da BB Seguridade jogou luz sobre um aspecto que sempre nos chamou a atenção com relação ao modelo de negócio dos GBB: a diversificação de receitas é fruto de um modelo que os torna verdadeiros conglomerados de serviços financeiros, onde o tradicional negócio de crédito responde por uma importante parte do negócio, mas não a sua totalidade. Outros negócios como serviços bancários, seguros, gestão de recursos e cartões (emissão e adquirência) oferecem alta rentabilidade, baixa ciclicidade e são bastante relevantes para a rentabilidade e valor dos GBB. Apesar disso, até hoje o mercado tem adotado uma "análise estanque", onde analisa e - importante - frequentemente precifica negócios como Seguros (p.ex.: BB Seguridade) e Adquirência (p.ex.: Cielo) de forma bastante diferente da forma como isso é feito para os GBB. Essa "análise estanque" estende-se por diversas frentes, confundindo bastante, em nossa visão, a adequada precificação dos GBB. Abaixo mencionamos alguns exemplos dessa confusão.

### **Exemplo1: Múltiplos – Consolidado x “Soma das Partes”**

Consideramos que o IPO de BB Seguridade "agravou" bastante o "problema" de olhar os múltiplos consolidados dos GBB sem nenhuma consideração adicional.

Os IPOs de Redecard, Bovespa, BM&F, Cielo e Cetip, bem como a venda de outras participações em empresas não financeiras já deveriam ter sido suficientes para jogar luz no modelo de negócios do GBB - especialmente no que diz respeito à sua comparação com a maior parte dos bancos em outros países. Em 2013, o IPO de BB Seguridade tornou essa realidade ainda mais nítida, ainda mais se considerados sua dimensão e seu "valuation" relativos aos GBB.

Sem tecer nenhum juízo a respeito do valor dessas empresas, e apenas assumindo-se os preços de mercado como próximos do "valor justo" dessas empresas (hipótese simplificadora), observamos níveis de "valuation" bastante interessantes para os negócios "ex" dos GBB (consolidado - seguros - adquirência).

O argumento de que os negócios "ex" não sobreviveriam de forma isolada, ou de que seguros e adquirência se beneficiam de subsídios cruzados, não deveria se sobrepor ao fato de que todos os negócios geram números independentes, que são precificados pelo mercado. Desse modo, quando investidores precificam esses ativos e os GBB, automaticamente precificam também os negócios "ex" dos GBB com todas as suas características - crescimento, rentabilidade etc. Cabe então um juízo a respeito da precificação de cada parte do negócio, não sendo razoável ignorar essa métrica.

### **Exemplo2: Múltiplos locais vs. Globais**

A comparação de múltiplos locais com globais normalmente é bastante interessante - em especial para chamar a atenção para potenciais distorções na precificação de ativos - ainda que apenas no aspecto relativo. A grande vantagem dessa análise é sua simplicidade. A grande desvantagem, no entanto, é... sua simplicidade! Variáveis como crescimento, rentabilidade, risco, ajustes contábeis etc., não têm ajustes óbvios. Além disso, diferenças nos modelos de negócio podem ser tão, ou até mais, relevantes do que essas variáveis.

No caso dos GBB, até então, comparava-se as empresas com seus peers globais, e eram tecidas explicações para eventuais diferenças. O "problema" é que, como mencionamos acima, parte dos negócios dos GBB são agora precificados pelo mercado: BB Seguridade e Cielo são companhias enormes e bastante negociadas, o que traz importantes implicações para Itaú (acionista de Redecard, listada até bem pouco tempo e diretamente comparável com Cielo, além de detentor de uma seguradora relevante), Bradesco (acionista de Cielo e com uma seguradora ainda maior) e Banco do Brasil (acionista de Cielo e de BB Seguridade). Por mais resistência que ainda haja à análise isolada dos negócios "ex" desses bancos (i.e. Consolidado - Seguros - Adquirência), não parece razoável uma comparação entre os GBB, que contam com uma importante parte de seu lucro e valor ligados a Seguros, Adquirência e Gestão de recursos com "peers" globais que contam majoritariamente com atividades estritamente bancárias. Isso sem nem começar a analisar as condições estruturais que governam a rentabilidade atual e futura dos GBB e de seus "peers" globais - p.ex.: concentração, regulação etc. A comparação mais adequada seria dos GBB "ex" com "peers" bancários globais - aí sim, estaríamos comparando apenas negócios estritamente bancários.

### **Considerações sobre o investimento nos GBB**

Após a forte valorização das ações de *non bank financials* em 2013, optamos por concentrar os investimentos do setor financeiro nos GBB. Em paralelo à distorção de valor verificada, entendemos que o setor oferece uma dinâmica positiva para 2014 e os próximos anos.

Do ponto de vista qualitativo e conceitual, entendemos que o setor em que os GBB estão inseridos oferece condições propícias a uma alta rentabilidade, como por exemplo: alta concentração, regulação relativamente benigna, competição historicamente racional, elevadas barreiras de entrada etc.

Apesar disso, o setor tem passado por uma conjuntura relativamente diferente. Nos últimos anos, observamos uma maior agressividade por parte dos bancos públicos, que por um direcionamento do

Governo, adotaram uma política de corte de taxas e elevado crescimento com fins anticíclicos. Embora os bancos privados tenham limitado a expansão de suas carteiras para preservar sua rentabilidade, a influência das taxas praticadas pelos bancos públicos se fez sentir.

No entanto, entendemos que esse ciclo está próximo do fim, pois no setor bancário, a regulação, por meio de requerimentos de capital específicos, limita o crescimento por um prazo indefinido com rentabilidade inadequada, a menos que haja um reforço no capital das instituições. Recentes declarações de membros do Governo corroboram essa nossa visão.

Ao mesmo tempo, observamos também uma mudança no "mix" das carteiras dos GBB, com uma migração para ativos de menor risco e menor rentabilidade. Acreditamos que os efeitos da menor rentabilidade (menores taxas) têm precedido os efeitos do menor risco (menores despesas com provisões para créditos de liquidação duvidosa).

Por fim, movimentos nas taxas de juros da economia têm impactado os resultados dos GBB, com ajustes de marcação a mercado, e flutuações nos spreads.

Nosso entendimento é de que essas condições são conjunturais, pois não houve mudança que impactasse de forma definitiva e significativa a estrutura do setor.

A pergunta que se segue é qual seria então o ponto de equilíbrio para a rentabilidade estrutural do setor. Essa é uma questão que traz alguma confusão para os investidores. Após o ciclo de queda de juros verificado ao longo de 2012, alguns GBB passaram a indicar um patamar de ROE de longo prazo para os mesmos. Este patamar indicado, no caso do Itaú e Bradesco, por exemplo, seria de 18-20%. Esse número passou a ser observado pelo mercado como um patamar absoluto, o que é uma simplificação perigosa. Se observado o histórico, normalizando para a ciclicidade da atividade de crédito, fica claro que o patamar de ROE deve ser visto como um spread sobre a taxa básica de juros, e não de uma forma absoluta. Isso não apenas faz sentido qualitativo, como também é observado nos números. A tabela abaixo mostra a rentabilidade histórica dos dois principais GBB privados - Itaú e Bradesco, medida pela diferença (spread) entre seu RoE e a Selic média (em % a.a.).

RoE: "Spread" sobre a Selic				
	Média		Mediana	
	5 anos	10 anos	5 anos	10 anos
Itaú	12%	13%	11%	12%
Bradesco	10%	11%	10%	11%

Vejam o caso do Itaú, por exemplo. Mesmo sem descartar fatores pontuais que influenciaram negativamente sua rentabilidade, como a ação dos bancos públicos mencionada acima ou sua mal sucedida investida no financiamento a veículos, o Itaú apresentou, nos últimos 5 anos, um "spread" médio entre seu RoE e a Selic de aproximadamente 12 pontos percentuais, e uma mediana de 11%. Atualmente, com uma Selic de 11%, poderíamos argumentar que sua rentabilidade estrutural seria de um RoE em torno de 22%-23%. Naturalmente, não cogitamos a hipótese do Itaú ter como objetivo enganar o mercado em sua estimativa de ROE de longo prazo de 18-20%. A explicação é que a estimativa feita pelo Itaú embute expectativa de taxa de juros de longo prazo "mais parecida com os mercados desenvolvidos" - digamos algo ao redor de 8%, que somada a um spread de 11/12%, levaria a uma rentabilidade final de 18-20%. De fato, em um cenário de convergência da taxa de juros no Brasil para o patamar de 8% no longo prazo, nossas estimativas estariam alinhadas com as do banco.

No atual patamar da Selic, a rentabilidade do Itaú para os próximos anos, ajustada para os ciclos do crédito, tende a ser, na nossa visão, superior ao patamar anteriormente indicado de 18-20%. Em 2013, o Itaú registrou um RoE de 20%, com uma trajetória de franca ascensão ao longo do ano. Após o forte resultado

do 4º trimestre e um discurso construtivo do CEO em relação à rentabilidade nos próximos anos, o mercado passou a acreditar nesse patamar mais elevado de ROE para o futuro, impulsionando o preço das ações do Itaú em 2014.

Embora acreditemos que, de forma geral, o racional acima se aplique à maioria dos GBB, temos diferentes nuances associadas ao investimento em cada instituição. Atualmente, nosso investimento nos GBB está concentrado no Banco Itaú.

Para os fins de investimento do Fundo, é essencial monitorarmos atentamente a evolução dos fundamentos dos GBB que compõem nosso portfólio, a fim de validarmos os pilares de cada "case" ou, se for o caso, verificar eventuais desvios de nossa tese original, bem como definir as medidas a serem adotadas nesse caso. É importante também acompanhar de perto alguns temas setoriais com implicações sistêmicas e específicas para cada instituição, como por exemplo, a disputa jurídica oriunda dos Planos Econômicos. Essa disputa, que se arrasta há duas décadas, chega agora ao seu desfecho com uma elevada dispersão de resultados possíveis, o que torna seu acompanhamento indispensável.