



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA JBI FOCUS #11

Janeiro 2013

ÍNDICE

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES EM 2012.....	3
O IMPACTO DA MP 579 NA CARTEIRA	4
A MP 579 E O CONFLITO DE INTERESSES NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA ...	5

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES EM 2012

Durante o ano de 2012, o fundo obteve um resultado positivo de 20,1% comparado a um retorno de 19,0% do IGC e 7,4% do Ibovespa.

As maiores contribuições no ano vieram de Mills e Marcopolo, enquanto os piores desempenhos vieram de duas companhias do setor elétrico: AES Tietê e Energias do Brasil.

No final de 2011, Mills estava negociando com um grande desconto em relação ao seu preço intrínseco, muito em razão do mercado não entender a dinâmica do seu negócio. Ganhamos confiança no caso e fomos aumentando a posição até chegarmos a 10% da carteira no início de 2012. Nossa tese mostrou-se acertada com Mills recuperando margens e rentabilidade. Isto se traduziu em um desempenho superior a 90% no ano. Esta forte alta diminuiu a nossa margem de segurança, e viemos reduzindo desde o início do 2S12 a posição – chegando a 4% da carteira em dezembro. Continuamos a achar o negócio muito promissor e com sólidos fundamentos. Apenas Mills contribuiu com quase 6% para o desempenho do fundo no ano.

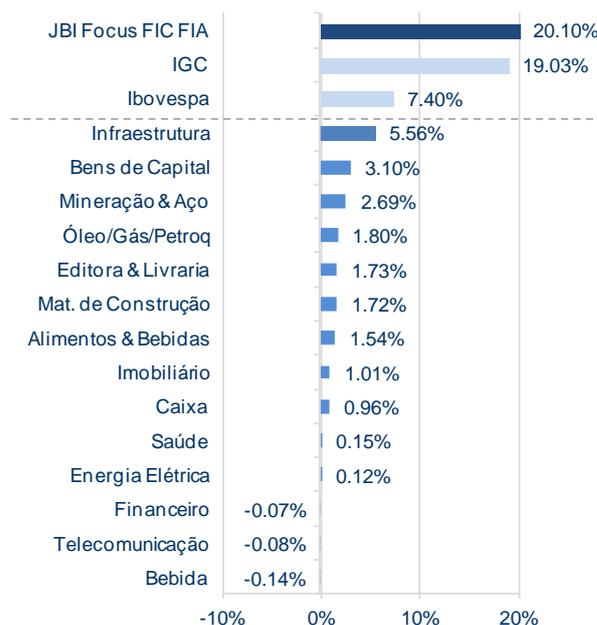
Marcopolo foi beneficiada por diversas notícias positivas que aumentaram a sua previsão de vendas acima das estimativas do mercado para os próximos 5 anos. Apesar das margens em 2012 terem sido pressionadas pela entrada em vigor de novos padrões de motor, a concretização dos projetos rodoviários para a Copa, a ampliação do programa Caminhos da Escola e a expansão internacional para mercados maduros e

de maior margem (Austrália e América do Norte) trazem excelentes perspectivas para a companhia. Em 2012 a ação subiu 87% e contribuiu 3,1% para a rentabilidade do fundo. Marcopolo é uma posição que carregamos desde o início do fundo e durante o ano mantivemos inalterado seu peso em 4% da carteira.

AES Tietê e Energias do Brasil foram afetadas negativamente pelas novas regras para a renovação das concessões no setor elétrico, trazidas pela Medida Provisória 579, de 12 de setembro de 2012 (MP 579). Ambas caíram no ano 6,3% e 2,4%, respectivamente, e juntas contribuíram -0,7% para o desempenho do fundo. Reservamos as próximas duas sessões para discorrer um pouco sobre esse tema.

Resumo das Contribuições em 2012

	Maior		Menor
Mills	5.6%	Energias do Brasil	-0.2%
Marcopolo	3.1%	AES Tietê	-0.4%



O IMPACTO DA MP 579 NA CARTEIRA

Bastante já foi escrito sobre as mudanças na regulamentação do setor elétrico trazidas pela Medida Provisória 579, de 12 de setembro de 2012. Nosso papel como gestor é o de analisar essas mudanças e reavaliar a relação risco x retorno dos investimentos, adequando a alocação entre setores e companhias sempre que necessário.

O fato é que essas mudanças trouxeram algumas surpresas negativas para investidores e companhias do setor, inclusive as de geração (nosso foco de investimento). As principais foram: (i) uma redução nos preços de geração bem maior do que se esperava. A MP fala em tarifas determinadas pela Aneel (ao invés de preços) baseadas nos custos de operação e manutenção – o que deve significar uma redução de cerca de 70%; (ii) as geradoras que tiverem sua concessão renovada mais uma vez terão que, obrigatoriamente, vender sua energia no mercado regulado, (ou seja, para as distribuidoras – que, por sua vez, revendem essa energia para seus clientes cativos). Isso pode criar um desequilíbrio entre os preços do mercado regulado e do livre criando uma grande incerteza; e (iii) por conta de um artigo confuso da MP, alguns entenderam que mesmo companhias não tendo passado por nenhuma renovação da sua concessão estariam sujeitas a essas novas regras – forçando-as a venderem energia a preços mais baixos antes do que se previa. Hoje o entendimento geral é o de que essas mudanças regulatórias afetam somente as companhias com concessão vencendo entre 2015 e 2017. Todavia é um ponto que ainda não foi completamente esclarecido.

Os três investimentos que temos no setor (AES Tietê ON, Tractebel ON e Energias do Brasil ON) não tiveram seus contratos de concessão diretamente impactados por essas mudanças regulatórias. Entretanto, elas acabaram sendo impactadas indiretamente já que a redução maior do que a esperada nos preços de energia e o redirecionamento dessa energia para o mercado regulado está causando uma grande incerteza de preços futuros desse mercado e, conseqüentemente, diminuindo a previsibilidade de fluxo de caixa das companhias do setor. Além disso, acreditamos que essas mudanças regulatórias indicam uma vontade do Governo Federal de exercer um maior controle sobre os preços de energia. No longo prazo, isso representará uma menor rentabilidade para as companhias do setor. Nossa preferência por geradoras de energia foi baseada na tese de uma menor exposição a interferências regulatórias e políticas pelo Governo. Com o exposto acima estamos menos confiantes nos retornos esperados (ajustados ao risco) do setor e, assim, começamos a reduzir a exposição que temos a essa indústria. No final de agosto tínhamos cerca de 20% de alocação total setorial e no final de dezembro já tínhamos reduzido essa alocação para cerca de 15%. Mais recentemente, o baixo nível dos reservatórios das hidroelétricas e o impacto em custos que isso pode trazer para algumas geradoras tem nos incentivado a reduzir essa alocação um pouco mais.

A MP 579 E O CONFLITO DE INTERESSES NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

Escolhemos o tema devido à polêmica em torno das novas regras para renovação das concessões do setor elétrico. Especificamente no caso da Eletrobrás, a Assembleia Geral aprovou a renovação com voto favorável da União Federal, acionista controladora, apesar do pedido formulado por um grupo de acionistas que entendiam haver conflito de interesses, o que a impediria de votar. Esse conflito estaria presente, no entendimento desses acionistas, pois a própria União, utilizando seu poder normativo, editou medida que, no final das contas, iria afetar negativamente o fluxo de caixa da companhia.

Pergunta-se: estaria a União Federal, nessa hipótese, votando em deliberação que tenha interesse conflitante com o da companhia ou, ainda, que possa beneficiá-la de modo particular (art. 155, p. 1º da LSA)?

Ao analisarmos a governança das companhias, buscamos entender os interesses (econômicos ou não) do acionista controlador, se há um potencial conflito com o interesse dos minoritários, se este conflito pode ser controlado por meio de medidas societárias ou legais, e qual a perda potencial no caso de uma decisão contrária ao interesse desses minoritários.

As repostas a essas indagações indicam o motivo de não investirmos em sociedades de economia mista (mais comumente conhecidas por seu gênero, empresas estatais). Acreditamos que o conflito entre o interesse do Estado-controlador (interesse público) em vários momentos diverge do interesse dos investidores minoritários (valorização das ações), sem gerar direito de impedimento de voto ao controlador, como veremos

adiante; não há controle possível, pois a própria lei determina a atuação da companhia na defesa de interesses públicos; e a perda potencial é de difícil mensuração, por depender de decisões de cunho político-social e não econômico.

Para entender se há de fato conflito no voto do Estado-controlador nessas situações, devemos primeiramente entender qual o interesse perseguido por uma sociedade de economia mista. No modelo legal brasileiro, essas empresas devem se guiar, na realidade, por dois interesses distintos: o interesse econômico na busca do lucro e o interesse público. A doutrina jurídica estabelece duas espécies de interesse público, a saber: aquele que busca satisfazer um bem da coletividade (interesse público primário) e o que busca beneficiar um interesse patrimonial do Estado (interesse público secundário). Somente a satisfação do interesse público primário pode ser considerada como um dos objetivos a serem cumpridos pelas sociedades de economia mista.

O art. 238 da Lei das S.A. dispõe que a pessoa jurídica controladora de uma sociedade de economia mista tem os deveres e responsabilidades inerentes a qualquer outro acionista controlador de companhias de capital aberto, mas permite que esse mesmo controlador oriente as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação (art. 238, LSA). Ou seja, a lei impõe (apesar da palavra “permite”, entendemos ser uma obrigação) deveres e responsabilidades mais abrangentes ao Estado-controlador do que os imputáveis ao controlador

privado. Além de atuar em benefício dos demais acionistas e de terceiros vinculados às atividades da companhia (ex. trabalhadores, fornecedores), o Estado deve ainda exercer seu poder de comando para fazer com que a companhia cumpra sua missão pública.

Assim, essas entidades foram criadas para prestar uma atividade que busca beneficiar toda a coletividade, de forma mais eficiente, sem a obrigação de maximizar, a qualquer tempo, os lucros da empresa. De fato, as sociedades de economia mista devem atingir seus objetivos de forma a conciliar esses dois interesses, de forma equilibrada, mas sem descuidar do interesse maior da sociedade de obter o serviço de forma contínua, atingindo o maior número de pessoas e com modicidade tarifária. No modelo constitucional brasileiro, não existe hipótese jurídica de a companhia controlada pelo Estado guiar-se exclusivamente pelos impulsos de mercado e de forma desvinculada do interesse público que lhe é peculiar.

Partindo dessas premissas, parece razoável entender, que ao votar em Assembleia de acionistas sobre tema de interesse público (no caso da Eletrobrás, a redução das tarifas de energia elétrica), o Estado-controlador não estaria descumprindo seu dever fiduciário. Não

haveria de fato um interesse conflitante com o interesse da companhia. Haveria, no entanto, um interesse conflitante com o dos acionistas privados. Mas a lei impede o voto do controlador apenas se essa tiver interesse conflitante com o da companhia. E, no caso em tela, tanto a companhia como o controlador parecem estar defendendo o mesmo interesse: o interesse público. Mesmo causando, por consequência, um efeito negativo temporário ao patrimônio da companhia. E mais, a abstenção de votar poderia ser considerada uma omissão por parte da União de cumprir seu dever legal de sempre perseguir o interesse público acima dos interesses privados patrimoniais.

Não estamos aqui defendendo o modelo legal brasileiro. Há países em que as empresas estatais não possuem qualquer missão pública. Acreditamos inclusive que nosso sistema reduz os incentivos econômicos para que agentes privados invistam em empresas com controle estatal. Como gestores de recursos, trabalhamos com o ambiente legal que nos é imposto. Assim, sempre nos pareceu claro que as sociedades de economia mista trabalham com incentivos (inclusive legais) e interesses que não se coadunam com nossa filosofia de investimento.

DISCLAIMER

*As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. *A JBI não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. *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. *Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza sujeita as flutuações de preços/ cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. *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. *Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. * Nos fundos geridos pela JBI a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. *Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. *Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela JBI, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. *A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. *os indicadores Ibovespa e IGC são meras referências econômicas, e não meta ou parâmetro de performance do Fundo. Para mais informações sobre os índices acesse: <http://www.bmfbovespa.com.br/>