



**Vinci Mosaico FIA**  
Carta trimestral

4T 2020

**VINCI** partners

 **Vinci Mosaico FIA**  
**Carta Trimestral****4T 2020**

Caros investidores,

Em 2020 o Vinci Mosaico FIA teve uma alta de 3,48%, enquanto o Ibovespa subiu 2,92%. Desde a criação do fundo, em julho de 2010, o retorno médio do Vinci Mosaico FIA foi de 19,01% a.a. versus 6,24% a.a. do Ibovespa.

A economia brasileira mostrou uma importante recuperação ao longo do segundo semestre de 2020, à medida que o pico das internações passou e as quarentenas foram afrouxadas. Adicionalmente, o auxílio emergencial garantiu um poder de compra alto para as faixas de renda mais desprovidas. Já o cenário externo se mostrou bastante favorável para as empresas exportadoras em função de preços de commodities altos (puxados pela força da recuperação chinesa) e pela desvalorização do Real.

Como consequência, a safra de resultados do terceiro trimestre foi muito positiva. As empresas da nossa carteira tiveram, na média ponderada, um crescimento de EBITDA de 25% vs o 3T19.

Posteriormente, em novembro, vimos a definição de duas questões muito relevantes para o mercado: eleição presidencial nos EUA e os resultados da fase 3 das vacinas para Covid. A vitória de Joe Biden foi interpretada como benéfica para os emergentes em função de uma provável nova política externa americana mais conciliatória. Do lado da evolução das vacinas, as notícias também foram positivas. A fase 3 dos imunizantes da Pfizer e Moderna mostraram uma eficácia de cerca de 90% e criam a possibilidade de a pandemia ser, de fato, debelada ao longo de 2021, na maior parte do mundo.

Nesse contexto, a economia brasileira acabou se retraindo significativamente menos do que se imaginava no início da crise; as estimativas atuais para a queda do PIB estão em -4,2% vs -7% em maio.

Por outro lado, no cenário doméstico, alguns riscos importantes devem ser monitorados como a manutenção da disciplina fiscal, a recente alta da inflação, o recrudescimento da segunda onda e a evolução das reformas.

Apesar dessas incertezas, acreditamos que o cenário para a bolsa brasileira continua bastante favorável e a carteira reflete essa nossa visão, que se baseia no ambiente de juros baixos no mundo, na retomada da economia brasileira e num contexto mais favorável para os mercados emergentes, conforme os fluxos recentes já podem demonstrar. Investimos numa seleção de empresas bem administradas e rentáveis, que negociam com um desconto em relação ao seu preço justo. Além disso, nosso portfólio é bem diversificado entre setores e empresas e, atualmente, nossas maiores exposições estão nos setores elétrico, commodities e bancos.

 **Vinci Mosaico FIA**  
**Carta Trimestral****4T 2020****BTG Pactual: Uma saga movida a mérito**

- E você vai acreditar em banqueiro?!<sup>1</sup>

Foi dessa forma cética que a mãe do então jovem André Esteves reagiu quando ele tentou lhe explicar que largaria o emprego na faculdade de matemática da UFRJ, onde estudava, para ganhar bem menos em um banco de investimentos. A promessa que encantou André foi de que ele trabalharia num ambiente meritocrático, onde o salário fixo era mesmo baixo, mas enormes bônus e participações na sociedade aguardavam aqueles funcionários que tivessem performances destacadas.

Apesar do desestímulo, Esteves não olhou para trás e ingressou, em 1989, no Pactual como um discreto analista de sistemas. Não tardaria muito até se tornar um dos principais protagonistas da história do banco.

O Pactual foi criado em 1983 por Luiz Cezar Fernandez, um ex-sócio do Garantia que trouxe para a empresa os valores que guiavam a partnership de Jorge Paulo Lehman, como meritocracia, pouca hierarquia, busca incessante por talentos e forte remuneração variável. Se juntaram a Luiz Cezar na constituição do Pactual outros três sócios: Paulo Guedes, economista com PhD em Chicago e atual ministro da economia, André Jakurski, MBA em Harvard e fundador da JGP, uma das mais respeitadas gestoras independentes do Brasil e Renato Bromfman, que foi responsável pela área Corporate nos primeiros anos do banco.<sup>2</sup>

Desde sua fundação, o Pactual mostrou sua vocação para ganhar dinheiro em apostas certas na tesouraria. O caos econômico e a hiperinflação que o país viveu nas décadas de 1980 e 1990 faziam com que investidores mais sofisticados tivessem enormes vantagens frente aos menos esclarecidos.

Nos anos 1990, enquanto, do lado de fora, o Pactual parecia uma ilha de prosperidade, alguns conflitos começaram a surgir no núcleo duro do banco. Luiz Cezar começou a fazer alguns investimentos pessoais que não foram bem-sucedidos, como a compra da produtora de sucos de laranja Citromatão e da empresa têxtil Teba, que deixaram como herança uma importante dívida para o banqueiro.<sup>3</sup>

Ao mesmo tempo, Luiz Cezar passou a advogar internamente para que o Pactual entrasse no negócio de varejo, comprando o banco BCN. Os dois outros principais sócios do banco, Guedes e Jakurski, discordavam dessa visão e resolveram sair do Pactual em 1998 para montar a JGP.<sup>4</sup>

A saída de Jakurski e de Guedes abriu espaço para a ascensão de quatro jovens sócios: André Esteves, Gilberto Sayão, Eduardo Plass e Marcelo Serfaty. Estes sócios eram ainda mais

---

<sup>1</sup> Fonte: Discurso de André Esteves na FIESP, 2011. <https://www.youtube.com/watch?v=K1FMrMiyePU>.

<sup>2</sup> Fonte: Wikipedia.

<sup>3</sup> Fonte: artigo da Revista Piauí de novembro de 2006: De Elefante a Formiga.

<sup>4, 5, 6</sup> Fonte: Livro Sonho Grande. Autora: Cristiane Correa. 2013.

## Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

### 4T 2020

refratários à ideia de o Pactual dar uma guinada para o varejo. Luiz Cezar acabou vendendo sua participação e deixando o banco em 1999.<sup>5</sup>

Dali em diante, a liderança do Pactual passou a gravitar em volta da dupla Esteves e Sayão. Enquanto o primeiro cuidava da tesouraria, o segundo era responsável pelo banco de investimento e pelos investimentos de longo prazo dos sócios.<sup>6</sup>

Em 2006, o Pactual foi vendido para o UBS por US\$ 3,1 bilhões<sup>7</sup>. Esteves, que à época tinha cerca de 25% do banco e era seu CEO, deixou o Brasil rumo a Londres, para se tornar o responsável pela mesa de renda fixa global do UBS.

A crise da Lehman Brothers, em 2008, atingiu em cheio o UBS. O banco possuía uma enorme quantidade de títulos imobiliários americanos, que causaram perdas de US\$ 40 bilhões<sup>8</sup>. Nesse contexto, Esteves viu uma oportunidade de recomprar o Pactual por um valor significativamente menor do que o preço pago pelos suíços em 2006.

Em 2008, um grupo de executivos liderado por Esteves criou o BTG (Banking and Trading Group) e, no ano seguinte, adquiriu o Pactual por US\$ 2,5 bilhões,<sup>9</sup> renomeando-o para BTG Pactual.

O timing parecia auspicioso. A década de 2010 começou a todo vapor para a economia brasileira, a qual era uma das grandes promessas entre os países emergentes. A crise de 2008 foi rapidamente debelada por aqui graças a um forte estímulo fiscal. E, em 2010, o PIB brasileiro cresceu memoráveis 7,5%.

Nesse contexto, o BTG Pactual colocou o pé no acelerador. Começou a crescer em áreas novas, como no *private equity*, onde comprou desde participações em petroleiras em Angola até redes de farmácias e hospitais no Brasil. Inclusive uma participação em banco de varejo voltado à classe C foi adquirida; o alvo foi o Banco Pan, que à época da aquisição enfrentava diversos problemas em função de uma fraude contábil. Na área de trade, o banco ampliou sua atuação para energia e commodities.

Além disso, o banco decidiu se expandir para outras geografias, adquirindo uma participação no banco suíço BSI, que cuidava de grandes fortunas, e a corretora chilena Celfin, para acessar clientes andinos.<sup>10</sup>

Parte do dinheiro para essa grande expansão veio da sua abertura de capital em abril de 2012, quando o banco levantou R\$ 3,6 bilhões.

---

<sup>7</sup> Fonte: Wikipedia.

<sup>8</sup> [https://www.swissinfo.ch/eng/2008-crisis\\_the-day-ubs--the-biggest-swiss-bank--was-saved/44474630](https://www.swissinfo.ch/eng/2008-crisis_the-day-ubs--the-biggest-swiss-bank--was-saved/44474630).

<sup>9</sup> Fonte: Wikipedia.

<sup>10</sup> Fonte: Apresentações Institucionais do BTG, área de relações com investidores.

## Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

**4T 2020**

Algumas das novas iniciativas não saíram conforme o planejado, como o Banco Pan e a rede de farmácias BR Pharma, que patinavam na execução. Ademais, o ambiente macro tinha virado e o Brasil perdeu o status de *investment grade* em 2015. Mas esses percalços não se comparavam com o que estava por vir...

No final de 2015, o BTG Pactual sofreu o maior teste de stress da sua história. Em novembro daquele ano, André Esteves foi preso preventivamente, acusado de obstruir as investigações da operação Lavo-Jato<sup>11</sup>. Apesar de ter sido solto alguns dias depois e absolvido em 2018 dessas acusações, a pedido do próprio Ministério Público, o anúncio da prisão do então CEO do banco trouxe uma crise de confiança inédita para o BTG, que até ali era visto como uma fortaleza.

Um bom exemplo das consequências pôde ser observado na gestora do banco onde os resgates acumularam R\$ 120 bilhões nos doze meses seguintes, fazendo com que os ativos sob gestão caíssem pela metade.<sup>12</sup>

O que se seguiu a esse tsunami foi uma verdadeira aula de gestão de crises. No mesmo dia da prisão de Esteves, foi anunciado que Pérsio Arida, então sócio responsável pela gestora, ex-presidente do Banco Central e um dos economistas mais respeitados do Brasil, substituiria Esteves como presidente do conselho do banco. Roberto Sallouti e Marcelo Kalim, dois sócios que estavam há décadas no banco, substituiriam conjuntamente Esteves no papel de CEO.

Uma série de desinvestimentos foram feitos a toque de caixa para garantir a liquidez e a solvência do banco, entre eles a venda da participação do banco no grupo hospitalar Rede D'or, na empresa de cobrança Recovery e no banco Suiço BSI. Além disso, o banco cortou na própria carne as despesas; 20% dos funcionários no Brasil foram desligados no início de 2016. Medidas como essa fizeram com que a sina do BTG Pactual fosse diferente de quase todos os bancos que sofreram crises de confiança similares, e que acabaram sucumbindo.<sup>13</sup>

À medida que o tempo foi passando, o banco foi se recuperando. Nos anos de 2016 e 2017, seu lucro, que tinha sido de R\$ 4 bilhões em 2015, ficou abaixo de R\$ 3 bilhões. Isso foi uma consequência da diminuição proposital da carteira de crédito para reduzir sua alavancagem e de menores recursos sob administração. Mas, em 2018, boa parte das operações já mostrava números em patamares equivalentes aos níveis de 2015.

A maior crise da história do banco se tornara então uma página virada. No entanto, após o BTG Pactual ter reinado absoluto como o expoente do mercado financeiro brasileiro por vinte anos (estamos usando como marco zero o ano de 1998, quando o Garantia foi vendido para o Credit Suisse), outra companhia passou a lhe fazer sombra.

Essa nova referência era a XP Investimentos, empresa que estava sendo a maior responsável pela massificação de investimentos alternativos no Brasil. Com uma vasta rede de agentes

<sup>11</sup> Fonte: Wikipedia.

<sup>12</sup> Fonte: Earnings Release do BTG Pactual do 4T16.

<sup>13</sup> <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/01/btg-pactual-anuncia-demissao-de-305-empregados-no-brasil2801.html>.

## Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

**4T 2020**

autônomos e uma prateleira infinita de produtos financeiros (que vai desde CDBs de bancos médios até *hedge funds* internacionais, como Bridgewater), a XP trouxe opções rentáveis para um público que ficava cada vez mais incomodado com a queda do retorno de suas aplicações, à medida que os juros no Brasil baixava de seu patamares historicamente exorbitantes.

Por trás do sucesso da XP está a história de superação de seu CEO e fundador, Guilherme Benchimol. Curiosamente, o Pactual teve uma influência grande na escolha da profissão de Benchimol. Filho de um conceituado médico carioca, Guilherme se encantou com o mercado financeiro ao ver uma palestra de Luiz Cezar Fernandes e decidiu estudar economia, à revelia do pai que esperava que ele seguisse seus passos na medicina.

Entretanto, a carreira de Benchimol não teve o início meteórico que marcou o debut de tantos sócios do Pactual. Ele não era um aluno brilhante e foi rejeitado por inúmeros bancos de investimento, entre eles o Pactual. Depois de ser demitido do portal de investimentos Investshop, Benchimol se mudou para Porto Alegre em busca de um recomeço. Lá fundou a XP, em 2001, como um desprezioso escritório de agente autônomo, que buscava pessoas físicas para operar na bolsa.<sup>14</sup>

Depois de alguns anos de penúria, a XP achou seu caminho se inspirando na Charles Schwab. Em vez de ser essencialmente uma corretora de ações, a XP se posicionou, a partir de 2010, como um shopping-center financeiro para o varejo brasileiro. Assim como Charles Schwab fez nos 1970 nos EUA, Benchimol passou a pregar que os grandes bancos atendiam mal e cobravam taxas abusivas do investidor médio brasileiro. Guilherme não estava falando sozinho. Uma legião de aguerridos agentes autônomos ecoava seu mantra, o qual foi recebido com concordância cada vez maior do público.

Atualmente, a XP vale em bolsa cerca de R\$ 125 bilhões (~10% a mais do que o Banco do Brasil) e deve lucrar R\$ 2 bilhões em 2020. A empresa possui mais de 2,5 milhões de clientes, cujos investimentos na plataforma da XP superam R\$ 500 bilhões.<sup>15</sup> Além da sua enorme força no varejo, a XP está entrando cada vez mais na seara dos bancos de investimento, se tornando um importante emissor de ativos para empresas (como debentures, IPOs, fundos imobiliários, etc.) e se alavancando na capacidade de distribuir essas emissões para sua vasta rede de clientes.

O BTG Pactual não ficou assistindo a ascensão da XP passivamente e o debate interno da década de 1990 sobre a entrada no varejo não ficou enterrado para sempre. A distribuição de ativos financeiros para pessoas físicas mudou radicalmente nas últimas décadas. Agências físicas são dispensáveis no nosso mundo cada vez mais digital, os juros baixos tornam os investidores propensos a deixar os “bancões” em busca de novas alternativas para sua poupança e a massiva utilização da figura do agente autônomo criou a possibilidade de se terceirizar boa parte da força de vendas. Como os fatos mudaram, o banco mudou de ideia e, a partir de 2014, iniciou o projeto do BTG Pactual digital.

<sup>14</sup> Fonte: Livro “Na Raça: Como Guilherme Benchimol Criou a Xp e Iniciou a Maior Revolução Do Mercado Financeiro Brasileiro”, de Maria Luíza Filgueiras, 2019

<sup>15</sup> Fonte: Earnings Release da XP Inc. do 3T20

## Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

**4T 2020**

Assim como a XP, sua plataforma digital também se propõe a ser um supermercado de produtos financeiros e a sua diversidade de opções é similar. A iniciativa leva esse nome porque começou atendendo diretamente o público através de uma plataforma 100% digital. No entanto, com o passar do tempo, o BTG Pactual passou também a atrair uma rede de agentes autônomos. Muitos deles são ex-gerentes de grandes bancos, que trazem consigo uma carteira de clientes e se tornam freelancers.

Mais recentemente, o BTG Pactual passou a anunciar parcerias com grandes escritórios de gestão de patrimônio (a maior parte oriunda da XP), em um modelo no qual o banco se torna dono de cerca de metade do escritório e o transforma numa corretora. Dessa forma, o escritório pode desfrutar das comissões mais altas que as corretoras recebem nas emissões de ações, debêntures etc., enquanto o back-office do banco se encarrega de cuidar da burocracia adicional que vem juntamente com a mudança de figura jurídica.

Os números do BTG Pactual digital ainda não são públicos. Atualmente, eles são consolidados dentro da unidade de Wealth Management do banco. Vale notar, no entanto, que nos primeiros nove meses de 2020, o crescimento dos ativos em custódia do WM está próximo do da XP, 32% e 38% respectivamente. Como a unidade de administração de fortunas no BTG Pactual já é um negócio maduro, a plataforma digital deve ser a grande responsável pelo crescimento agregado e possivelmente esteja evoluindo a taxas mais altas do que as da XP.<sup>16</sup>

Mas o BTG Pactual digital é apenas mais uma das oportunidades que o banco vê se abrir nesse momento especial, que une juros baixos e aumento da digitalização. Ainda no varejo, o banco iniciou recentemente a operação de banco comercial digital, oferecendo serviços de conta corrente e cartão de crédito. Outra vertical que tem grande potencial é o crédito para pequenas e médias empresas, área em que o banco passou a atuar através de uma plataforma descomplicada de desconto de recebíveis e, em cerca de um ano, já formou uma carteira de empréstimos de R\$ 6 bilhões.

Outras áreas mais tradicionais do banco também estão sendo impulsionadas pelos ventos favoráveis dos juros baixos. Esse é o caso da área de gestão de fundos, onde os ativos estão crescendo 30% nos últimos doze meses. No banco de investimentos, filão no qual o BTG Pactual é líder no país, a receita do terceiro trimestre de 2020 foi recorde, fruto de um grande volume de ofertas de ações e dívidas. Como o Brasil tem pouco mais de 300 empresas com ações em bolsa versus mais de 4 mil nos EUA, acreditamos que existe uma importante avenida de crescimento nesse segmento.<sup>17</sup>

Outro ponto que nos anima na unidade do banco de investimentos diz respeito ao ambiente competitivo. Acreditamos que o momento atual favorece o BTG Pactual, uma vez que muitos dos concorrentes estrangeiros diminuíram suas operações no país devido a fraca performance da economia. Ao mesmo tempo, os grandes bancos estão mais focados em conter as ameaças das *fintechs* às suas operações de varejo.

<sup>16</sup> Fonte: Earnings Releases do BTG Pactual e da XP Inc do 3T20.

<sup>17</sup> Fontes: Valor Econômico e theglobeconomy.com.

 **Vinci Mosaico FIA**  
**Carta Trimestral****4T 2020**

Por outro lado, a área de *sales and trading*, que tem sido o carro chefe do banco desde a sua fundação, não deverá acompanhar o crescimento do restante do BTG Pactual. Essa divisão, que inclui o resultado da tesouraria e da corretora, também deverá ser beneficiada pelo aumento da sofisticação financeira do país, em função do aumento do volume negociado na corretora e nas intermediações para clientes da tesouraria. No entanto, o tamanho das apostas nas mesas proprietárias de juros, câmbio, bolsa etc., já deve estar próximo do nível ideal. Apesar do menor crescimento de *sales and trading* diminuir, em parte, a expansão do lucro do banco nos próximos anos, ele o ajudará a se tornar menos dependente dessa divisão, que tem respondido por mais de 1/3 da receita total da empresa.

O banco vale atualmente cerca de R\$ 85 bilhões e, segundo nossa projeção, deverá gerar cerca de R\$ 5 bilhões de lucro em 2021. Sua relação Preço/Lucro para 2021 está em 17x e é cerca de 1/3 do múltiplo da XP. Com múltiplos razoáveis e boas perspectivas de crescimento, vemos o BTG Pactual como a alternativa mais interessante entre as ações do setor financeiro.

Nossa posição em BTG Pactual é recente, foi construída durante 2020. No entanto, acreditamos ter um conhecimento profundo sobre o banco, inclusive em razão do nosso vínculo histórico com ele. A Vinci foi criada em 2009 por um conjunto de sócios oriundos do Pactual, entre eles nosso CEO, Alessandro Horta, e nosso chairman, Gilberto Sayão, os quais ocuparam algumas das posições mais importantes dentro do banco. Conhecemos bem a cultura de alta performance do banco e sua capacidade de atrair e formar pessoas.

Provavelmente o melhor representante dessa cultura é o próprio André Esteves. Não há dúvida do enorme talento e determinação de André. Mas foi o ambiente pró-business e de busca por excelência do Pactual que propiciou que ele se transformasse num banqueiro completo (*trader*, fazedor de *deals* e empresário de visão). No final, Esteves estava certo de seguir sua intuição e entrar no Pactual; seu melhor trade foi apostar na meritocracia.

Atenciosamente,

**Vinci Partners**

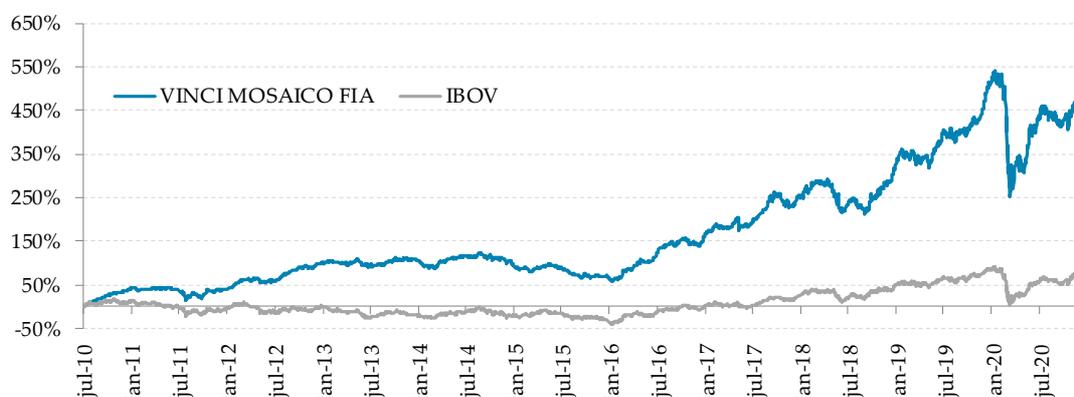
# Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

4T 2020

em R\$	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20	2020 YTD	ITD*
Vinci Mosaico FIA	1,7%	-5,4%	-29,4%	6,5%	7,1%	9,4%	9,0%	-4,8%	-2,8%	-1,8%	13,0%	9,2%	3,5%	522,9%
Ibovespa	-1,6%	-8,4%	-28,3%	7,9%	8,6%	8,8%	8,3%	-3,4%	-4,8%	-0,7%	15,9%	9,3%	2,9%	89,0%

\* Mosaico FIA criado em 12 de julho 2010

em R\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vinci Mosaico FIA	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	44,9%	40,6%	14,8%	49,5%	3,5%
Ibovespa	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,6%	2,9%



 **Vinci Mosaico FIA**  
**Carta Trimestral****4T 2020**

## AVISOS LEGAIS

O presente material tem caráter meramente informativo, não foi auditado e é para uso exclusivo de seu destinatário. As informações contidas neste documento não devem ser divulgadas a terceiros ou reproduzidas sem o prévio e expresso consentimento da Vinci. As informações contidas neste documento são materialmente precisas até a data a que ele se refere. Este material não pretende ser completo, nem a Vinci assume nenhum compromisso de atualizar as informações aqui contidas. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Esta carta constitui uma opinião dos analistas e gestores da Vinci, mas não deve ser interpretada como uma recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Vinci, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. Quaisquer projeções, avaliações de conjuntura ou estimativas de mercado indicadas neste material são baseadas em certas premissas, refletem as visões dos analistas e gestores da Vinci e não foram verificadas de forma independente e, portanto, não devem ser interpretadas como um indicativo dos eventos reais que ocorrerão. Outros eventos que não foram levados em consideração podem ocorrer e exercer impacto significativo no mercado e, conseqüentemente, nos investimentos. Os analistas e gestores da Vinci usam informações de fontes conhecidas por sua confiabilidade e boa-fé, mas isto não representa nem endossa a precisão ou confiabilidade de nenhuma dessas informações e a Vinci não se responsabiliza pelo teor dessas informações. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Vinci recomenda ao interessado que consulte seu próprio assessor legal.

**Rio de Janeiro**  
55 21 2159 6000  
Av. Bartolomeu Mitre, 336  
Leblon - 22431-002

**São Paulo**  
55 11 3572 3700  
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277  
14º andar - Jd. Paulistano - 01452-000

**Recife**  
55 81 3204 6811  
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301  
Torre A - Pina - 51110-160

**Nova York**  
1 646 559 8000  
780 Third Avenue, 25th Floor  
10017