

Rio de Janeiro, 30 de abril de 2014

Prezados cotistas,

Nossa Performance

	2014		2013		Desde o início	
	Retorno	Exposição líquida média	Retorno	Exposição líquida média	Retorno Anualizado	Exposição líquida média
Long-Biased ¹	-2,2%	58,2%	8,2%	56,4%	16,8%	50,6%
Long-Only	-3,1%	90,9%	6,6%	86,8%	19,0%	88,2%
Ibovespa	-2,1%	n.a.	-15,5%	n.a.	-3,0%	n.a.
IBrX	-2,1%	n.a.	-3,1%	n.a.	0,8%	n.a.
Benchmark estratégia Long-Biased ²	3,6%	n.a.	10,5%	n.a.	11,9%	n.a.

Data base: 31 de março de 2014

2013 e o primeiro trimestre de 2014

Após um primeiro semestre bem ruim, os dois principais índices da bolsa brasileira tiveram uma performance positiva na segunda metade do ano passado. Entretanto, tal desempenho foi incapaz de deixá-los em território positivo para o ano de 2013, tendo o Ibovespa amargado uma queda superior a 15%. O índice Bovespa, por sinal, perdeu um quarto de seu valor nos últimos quatro anos terminados em 31 de dezembro de 2013 e encontra-se no mesmo nível de sete anos atrás, quando a Squadra ainda não existia.

O desempenho de nossos dois fundos em relação tanto ao IBX quanto ao Ibovespa nos deixou satisfeitos no ano que passou. Quando se compara a performance de ambos com a do Ibovespa, 2013 serviu para aumentar ainda mais a *outperformance* média anual de nossos fundos em relação ao referido índice. Algo que, como já dissemos em cartas anteriores, não acreditávamos que fosse ocorrer e muito menos temos como cenário base para os anos que virão. Nossa visão é que a diferença de performance entre nossos dois fundos e o Ibovespa durante 2013 foi superior a média anual dos anos anteriores em função do tamanho da queda do índice. Apesar de ambos os fundos, Squadra Long-Biased FIC FIA (“Squadra LB”) e Squadra Long-Only FIC FIA (“Squadra LO”), terem superado o Ibovespa em todos os anos desde que foram constituídos, temos a convicção de que isso não se repetirá indefinidamente, principalmente em períodos de forte apreciação dos índices de bolsa no Brasil.

A despeito do desempenho satisfatório em 2013, julgamos importante destacar as contribuições negativas de nosso investimento em Multiplus (em torno de 3% em cada fundo) e de nossas estruturas de seguro montadas através do *S&P* (1,6%, apenas no Squadra LB). No caso da Multiplus, apesar de acompanharmos a história desde o *IPO* e sermos acionistas da companhia por mais de quatro anos, nossa gestão dos riscos do investimento não foi a que gostaríamos. Principalmente após a ação ter apresentado uma performance superior em seus três primeiros anos de história de mercado de capitais, enquanto a mantínhamos como um de nossos maiores investimentos. O ótimo desempenho operacional e das ações da companhia durante tal período acabou nos causando uma certa letargia para reagir ao aumento dos riscos atrelados a história de investimento na Multiplus. Terminamos por ter que reduzir nossa posição no pior momento que um investidor tem para fazê-lo: com as ações em queda. Felizmente, não foram apenas

¹ Para maiores esclarecimentos, favor verificar as informações sobre os fundos no final do material Squadra Long-Biased FIC FIA (“Long-Biased”) Squadra Long-Only FIC FIA (“Long-Only”)

² IPC-A+x% a.a., cobrada anualmente, sendo o fator x definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator x era fixo em 6% ao ano.

as lições vindas de nosso erro que recebemos do investimento em Multiplus. Desde que começamos a comprar ações da empresa em fevereiro de 2010 até 31 de dezembro de 2013, a contribuição acumulada da posição na companhia foi positiva em 4,6% e 6,1% para o Squadra LB e o Squadra LO, respectivamente.

Com relação a nossos seguros montados em torno do *S&P*, não temos nada de especial para comentar que já não tenha sido mencionado na nossa carta anterior, a não ser o fato de que o índice americano continuou subindo bem e “outperformando” as bolsas brasileiras. Enquanto podemos dizer que agiríamos diferentemente no caso da Multiplus caso pudéssemos voltar no tempo, afirmar o mesmo sobre a construção de nossa carteira de seguros é algo bem mais complicado. Até agora, temos a visão de que fizemos algo que deu errado e não necessariamente que nos arrependemos de nossa estratégia. Infelizmente, tanto um caso quanto o outro não serão os últimos a dar errado em nossos fundos. Se serve de consolo, por possuir grande parte de nosso patrimônio investido nos fundos da Squadra, perdemos dinheiro juntamente com os cotistas sempre que erramos.

No primeiro trimestre de 2014, o Squadra LB perdeu praticamente o mesmo valor que o Ibovespa enquanto o Squadra LO caiu 1% a mais que o índice. Toda a performance negativa do Squadra LB e quase toda do Squadra LO poderiam ser explicadas pelo desempenho de nossa maior posição, a Equatorial Energia, cujas ações caíram 11,7%. A queda nas ações da Equatorial não alterou nossa visão positiva sobre os fundamentos de longo prazo da empresa e seu management, conforme explicamos com mais detalhes na próxima seção desta carta.

Passados os três primeiros meses de 2014, estamos um pouco mais otimistas com a performance de médio prazo de nosso portfólio. Importante salientar que fazemos referência à expectativa de retorno de nossos investimentos e não a do mercado de forma geral, sobre o qual raramente possuímos alguma opinião. A instabilidade da bolsa de valores brasileira permitiu-nos construir um portfólio *long* cujo retorno esperado ajustado a risco nos parece bastante razoável. Analisando nosso portfólio de forma consolidada, podemos dizer que há espaço para uma expansão de múltiplo de lucros que não víamos de fato há um bom tempo. Embora não se trate da oportunidade de investimento da vida de todos nós, não é mais aquela sensação de que quase tudo precisa dar certo com a performance operacional das companhias para que suas ações “performem” bem. Nada melhor do que uma boa queda no preço da ação de uma boa empresa para que uma boa oportunidade de investimento apareça.

Reconhecemos, entretanto, que os fundamentos para investimentos em ações no mundo desenvolvido ainda encontram-se pouco sólidos. O custo de oportunidade (em termos reais) praticamente inexistente cria um ambiente um tanto quanto irreal que acaba por levar os poupadores a tomarem cada vez riscos maiores. Não à toa, verificamos ao longo do ano de 2013 uma grande diferença de performance entre as bolsas do primeiro mundo e as dos países emergentes. Sabemos que dificilmente a bolsa brasileira passará impune por uma eventual forte correção nos mercados de capitais da Europa e EUA. Consequentemente, devemos seguir com nossa estratégia de carregar um portfólio de seguros (muitas vezes *top down*) que nos permita navegar com alguma tranquilidade por este ambiente, enquanto investimos nas ações brasileiras cuja relação risco-retorno, individualmente falando, seja atraente.

Equatorial Energia

Somos acionistas da Equatorial Energia S.A. desde outubro de 2008, sendo que de dezembro de 2012 até o presente momento a companhia mantém-se como a maior posição dos fundos da Squadra. Atualmente possuímos mais de 15% do capital total da empresa. Acompanhamos a história da Equatorial desde seu *IPO* em abril de 2006, quando inclusive parte do time atual da Squadra, que à época integrava o quadro de outra gestora de recursos, investiu na referida companhia. A Equatorial é uma *holding* do setor de energia elétrica que atua na distribuição, através da Cemar e da Celpa, e na geração de energia por meio de sua participação na Geramar. A Cemar distribui energia para, aproximadamente, 6,6 milhões de pessoas no Estado do Maranhão ou 3,4% da população brasileira. Já no Estado do Pará, a Celpa atende a 7,6 milhões de habitantes, o que representa 4,0% da população do Brasil. Ambas distribuidoras se encontram em estados onde o consumo de energia cresce acima da média nacional.

Algo que sempre nos atraiu na Equatorial é a qualidade de seus executivos, com forte cultura de *ownership* e estabelecimento, acompanhamento, cobrança e entrega de metas internas. A cada visita que fazemos ao Maranhão (a primeira se deu em 2006), e agora também ao Pará, voltamos mais convictos do quão diferenciada e poderosa é esta cultura, que se encontra presente em tão poucas companhias brasileiras, dentre as quais o exemplo mais emblemático é a AmBev. Talvez tenhamos dado sorte de ter ido a São Luis há quase oito anos.

De seu *IPO*, a companhia deu continuidade com sucesso ao *turn around* da Cemar, transformando uma das piores distribuidoras de energia do Brasil em uma das melhores³, investiu de forma minoritária na termoeletrica Geramar, comprou e vendeu uma participação no bloco de controle da Light (com um retorno de 20% a.a., em dois anos) e, finalmente, adquiriu o controle da Celpa em novembro de 2012. Os resultados para os acionistas falam por si só: quem investiu mil reais na Equatorial em seu *IPO* e reinvestiu os dividendos recebidos nas ações da companhia, tinha quatro mil e setecentos reais no dia 31 de março de 2014.

CEMAR

A Cemar foi uma estatal de 1958 a 2000, quando foi comprada pela norte-americana PPL Global. Em 2002, os antigos controladores pediram concordata e a Cemar sofreu intervenção da Aneel. Em maio de 2004, após o término da intervenção do órgão regulador, a gestora de fundos de *private equity* GP Investimentos assumiu a gestão da Equatorial e, conseqüentemente, da Cemar, cuja participação de 65% nesta era o único ativo da *Holding* à época. Sob nova direção, a companhia passou por uma profunda reestruturação operacional e de seu endividamento.

Feita a reestruturação do balanço por meio de renegociação da dívida com seus credores e aumento de capital na mudança de controle, a companhia pode concentrar esforços na busca por eficiência e melhora na qualidade de seus serviços prestados. A visão já era a mesma de hoje: ser a melhor e mais rentável empresa de distribuição de energia elétrica do Brasil.

O interessante em tal visão é a compreensão por parte da companhia de que para ser a mais rentável é fundamental estar entre as melhores para seus clientes. No caso específico da Cemar, essa relação foi ainda mais importante dado que o Estado do Maranhão sempre apresentou um grande potencial de crescimento de consumo, tanto por aumento no número de consumidores quanto por um maior consumo por cliente. A Cemar conseguiu elevar o número de clientes em 81% entre os anos de 2004 e 2013, enquanto o consumo por cliente subiu cerca de 20% no mesmo período.

O desafio não era nada pequeno. Em 2004, a Cemar encontrava-se entre as dez piores distribuidoras de energia elétrica do país, segundo avaliação feita entre os consumidores. Dois dos indicadores objetivos de qualidade mais importantes como o DEC⁴ e FEC⁵ demonstram como estava ruim o serviço prestado à população maranhense à época. Faltava energia no Estado nada menos do que trinta e nove vezes por ano – FEC, e o consumidor maranhense ficava o equivalente a quatro dias por ano sem energia – DEC. Além desses fatores, a cobertura da rede era deficitária, os equipamentos antigos e depreciados e o furto de energia escalava-se para patamares recordes de 20%, um dos maiores do país.

Após dez anos sob o comando da atual gestão, os resultados para todos os *stakeholders* impressionam, demonstrando também a efetividade do modelo de regulação por incentivos, atualmente utilizado pela Aneel na determinação das tarifas de energia elétrica do Brasil.

Os consumidores maranhenses experimentaram uma melhora expressiva da qualidade do serviço. O investimento médio anual subiu doze vezes e foi quatro vezes superior à depreciação acumulada entre 2005 e 2013, totalizando mais de R\$3,5 bilhões investidos na área de concessão⁶. Como comparação, nos três anos anteriores à aquisição da Equatorial, a Cemar havia investido R\$100 milhões

³ De acordo com o ranking de indicadores DEC e FEC da Aneel.

⁴ Duração Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora – DEC.

⁵ Frequência Equivalente por Unidade Consumidora – FEC.

⁶ Inclui investimentos no âmbito do programa Luz para Todos.

em todo o período. Com uma rede mais robusta e uma operação de campo mais eficiente, o FEC foi reduzido para onze vezes e o DEC para dezenove horas, ou seja, menos de um dia por ano sem energia, comparados aos quatro dias de quando a gestão atual assumiu. Os furtos de energia caíram pela metade, garantindo uma economia de mais de 5% nas tarifas residenciais, sem contar os benefícios indiretos para a operação da rede elétrica. Tudo isso realizado concomitantemente a adição de um milhão de novos consumidores à rede no período, representando um crescimento médio de 7% a.a., uma das maiores expansões de rede do setor no período.

Os benefícios para quem trabalha para a Cemar vieram tanto na quantidade quanto na qualidade do trabalho. O número total de colaboradores a serviço da companhia cresceu de 2.801 para 6.241 nos últimos dez anos, incluindo funcionários próprios e terceirizados. Esse crescimento veio acompanhado de uma melhora no ambiente de trabalho da companhia. A Cemar é a primeira e única empresa do Maranhão a estar na lista das melhores empresas para se trabalhar do Brasil⁷, estando presente e evoluindo no ranking desde 2011, quando ocupava a 92ª posição. Em 2013 a empresa já estava em 21º lugar.

O poder público em mais de uma esfera também se beneficiou da transformação pela qual passou a Cemar. A Aneel viu uma distribuidora deixar de estar sob sua intervenção para tornar-se um modelo de gestão no setor. O governo federal assistiu a execução exemplar por parte da companhia de um de seus principais programas de inclusão social – “Luz Para Todos”. Mais de 1,5 milhão de pessoas foram beneficiadas pelas mais de 320 mil novas conexões realizadas nos últimos dez anos na área de concessão da Cemar. Sua vizinha estatal CEPISA (concessionária do Piauí), por exemplo, continua atrasada em suas metas com o mencionado programa e, por não cumpri-las, está em vias de receber a segunda penalidade em suas tarifas. Por fim, o governo do Estado do Maranhão passou a arrecadar R\$330 milhões em ICMS, bem acima dos R\$100 milhões que arrecadava em 2004.

Finalmente, os acionistas foram recompensados pelo investimento e condução do *turn around*. A base regulatória de ativos (RAB) - capital investido sob o qual incide a remuneração permitida pelo regulador – cresceu 7% a.a. acima do IPCA nos últimos oito anos, impulsionada pelo alto volume de investimentos discutido acima. Aliado a uma gestão focada em eficiência operacional e controle de custos, o lucro líquido passou de, aproximadamente, R\$50 milhões em 2005 para algo em torno de R\$300 milhões no ano passado, um aumento de 24% a.a.. Como o patrimônio dos acionistas durante esse período, sob a forma de *equity* na RAB da Cemar, aumentou ao redor de R\$700 milhões e a companhia distribuiu mais de R\$900 milhões em dividendos, a taxa interna de retorno para os acionistas foi de 37% a.a..

Desde o início a “nova Cemar” demonstrou entender a importância entre retorno financeiro e serviços eficientes e de qualidade ao consumidor, combinação fundamental em qualquer setor regulado. Não é à toa que a Aneel, aplicando à risca o conceito da regulação por incentivos, reconhece a Cemar como uma das empresas mais eficientes do país, permitindo-lhe auferir retorno acima da média do setor. Beneficiam-se todos. Assim, tanto a Cemar quanto o regulador demonstram entender que a relação entre eles é simbiótica e que caso um dos dois lados falhe em entregar o que dele se espera, ambos irão sofrer as consequências negativas.

Tendo acompanhado de perto sete dos dez anos de história da “nova Cemar”, podemos afirmar que a companhia transformou-se em uma referência no setor de distribuição de energia no Brasil (incentivamos aqueles que tiverem acesso ao *top management* de outras distribuidoras do país, ou mesmo da Aneel, a perguntarem suas opiniões a respeito da gestão da Cemar). Adicionalmente, por encontrar-se em uma área de atuação cuja demanda por seus serviços ainda deverá crescer por muitos anos e possuir um time de executivos que trabalha com uma cultura de dono como poucos que já conhecemos, acreditamos que a história de criação de valor da Cemar ainda esteja longe de acabar.

CELPA

⁷ Instituto Great Place to Work.

Em novembro de 2012, a Equatorial realizou o investimento mais relevante desde sua *IPO* ao adquirir o controle acionário da Celpa, após longo processo de *due diligence* e renegociação com credores. Em situação análoga à da Cemar em 2004, a Celpa estava em recuperação judicial, havia apresentado um prejuízo acumulado em dois anos superior a R\$1 bilhão e um ebitda negativo de R\$356 milhões em 2012. Os índices DEC e FEC vinham piorando e fecharam 2012 em 102 horas e 51 horas, respectivamente, o que colocou a empresa em último lugar no Ranking de Continuidade do Serviço da Aneel. As perdas totais de energia também se encontravam em trajetória de alta, fechando o último trimestre de 2012 em 37%, um dos piores desempenhos já apresentados por uma distribuidora de energia no Brasil.

As semelhanças entre as aquisições de Cemar e Celpa não eram mera coincidência. Após nove anos de um *turn around* bem sucedido na Cemar, o time de executivos da Equatorial finalmente tinha a oportunidade de replicar tal história de sucesso em outra distribuidora de energia. A confiança de que as ferramentas utilizadas no Maranhão funcionarão para recuperar operacional e financeiramente a Celpa serviram de estímulo para a aquisição. Além disso, ao analisar alguns dos principais indicadores operacionais (como perdas) e de qualidade (como DEC e FEC) da Celpa em um passado não tão distante, verificou-se que não havia um problema estrutural com a concessão e que uma gestão com as habilidades necessárias, experiente e com os incentivos corretos teria grande chance de atingir e ainda superar tais indicadores. Hoje são 19 executivos oriundos da Cemar que estão no comando da Celpa, incluindo seu CEO.

Com apenas um ano de trabalho da nova administração, alguns resultados positivos já começam a aparecer. Os índices DEC e FEC terminaram 2013 com substancial redução, de 41% e 31%, respectivamente. As perdas também apresentaram melhora relevante, caindo para 33% no quarto trimestre. O recém divulgado resultado do primeiro trimestre de 2014 deu sinais, ainda mais fortes, de que a companhia encontra-se no caminho certo para realizar com sucesso o *turn around* da Celpa.

Assim como no caso da Cemar, a aquisição da Celpa tem tudo para se tornar uma situação ganha-ganha-ganha-ganha, onde ganham os vendedores (antigos credores), os compradores (Equatorial), os funcionários (de Cemar e Celpa) e a população do Estado do Pará. Os vendedores receberam mais do que conseguiriam caso tivessem que liquidar o ativo. Os acionistas da Equatorial tiveram a chance de financiar mais uma história de criação de valor. Para muitos funcionários da Cemar é a oportunidade de ganhar responsabilidade, pois enquanto alguns foram ocupar cargos mais altos na Celpa outros os substituíram na companhia maranhense. Por fim, a população do Pará ganha por voltar a ter uma distribuidora de energia elétrica capaz de atender decentemente sua demanda.

Acreditamos que a Equatorial seja a prova de que um grupo de pessoas capaz e com os incentivos corretos tenha condições de capturar eficiências até mesmo em um setor onde a maior parte dos ganhos apurados é transferida para o consumidor.

Nosso Investimento

Como dissemos anteriormente, nossa posição de Equatorial Energia é (a mais) antiga em nossos dois fundos, além de ser a maior. Se pegarmos o preço da primeira ação que compramos em outubro de 2008 e diminuirmos dele todo o tipo de remuneração ao acionista que já recebemos desde então, nosso custo dessa primeira aquisição chega a ser ligeiramente negativo.

No fim do ano de 2012 ocorreram dois eventos que nos permitiram elevar significativamente nosso investimento tanto na companhia quanto em nossos portfolios: a aquisição da Celpa e a subsequente oferta pública de ações da Equatorial.

Depois de ter fechado a compra da Celpa em dezembro de 2012, a Equatorial concluiu um aumento de capital de R\$1,1 bilhão para financiá-la. A queda no preço das ações da Equatorial nas semanas que antecederam a oferta, gerada principalmente por quem preferiu vender sua participação (ou parte dela) no mercado para recomprá-la posteriormente no aumento de capital, rendeu-nos a possibilidade de montar uma posição bastante relevante, tanto na companhia quanto para os fundos da Squadra, a um preço que julgamos muito atrativo (as ações acabaram precificadas a R\$16 na oferta).

Parte do caixa levantado na oferta seria utilizado na compra dos demais ativos do Grupo Rede (antigos controladores da Celpa), em conjunto com a CPFL. Entretanto, Equatorial e CPFL não chegaram a um acordo com os credores do Grupo Rede e o negócio acabou não ocorrendo. Embora entendessem ser capazes de recuperar as distribuidoras que faziam parte do Grupo Rede, tornando-as mais eficientes e rentáveis, ambas as empresas resolveram não aumentar sua oferta pelos ativos numa demonstração de disciplina na alocação do capital dos acionistas. Podemos assegurar que por parte da Equatorial esta decisão partiu do seu corpo de executivos que acreditou estar agindo no interesse de seus acionistas, contrariando o instinto natural de sua classe que costuma preferir ver as empresas sob sua gestão crescer (em faturamento e não necessariamente em valor intrínseco por ação). O management da Equatorial definitivamente não pode ser acusado de sofrer da síndrome do *Empire Builder*.

Apesar de ainda vermos potencial de geração de valor intrínseco na Cemar, sem dúvida é a oportunidade oriunda da Celpa que justifica nosso otimismo com o investimento na Equatorial Energia. Caso o experiente time de executivos da companhia paraense obtenha o sucesso esperado por nós no *turn around* desta, os acionistas de Equatorial podem ser agraciados com uma “nova Cemar” em termos de criação de valor, no mínimo. Afinal, a Celpa tem potencial para em alguns anos possuir uma base de ativos regulatórios consideravelmente superior a da Cemar e um retorno sobre patrimônio similar, observadas as características de ambas as concessões. Se considerarmos ainda o fato de que a Equatorial possui 65% da Cemar e 95% da Celpa, podemos concluir que a maior parte da expansão de seu lucro nos próximos anos será advinda desta última.

Outras aquisições por parte do time da *holding* não podem ser descartadas. O setor elétrico brasileiro, em especial no segmento de distribuição, ainda apresenta bastante espaço para consolidação, envolvendo empresas privadas e controladas direta ou indiretamente pelo governo federal. Não vemos outra empresa do setor melhor posicionada para se beneficiar desse processo do que a Equatorial, caso ele de fato aconteça.

Em função do tamanho de nosso investimento na companhia, sempre nos questionamos se há maneiras de contribuirmos para sua governança. Em um primeiro momento entendemos que seria positivo para a empresa a instalação de um conselho fiscal. Sugerimos à companhia que isso ocorresse e já há alguns anos o conselho fiscal está instalado.

Na Assembleia Geral Ordinária de 2012 indicamos um dos membros do conselho de administração. Optamos por uma pessoa não ligada à Squadra em razão de (i) entendermos que o perfil do escolhido era mais adequado e complementar às necessidades do *board* da companhia do que o de qualquer sócio da Squadra e (ii) tomarmos sempre extremo cuidado com o nível de informações a que temos acesso em todas as companhias nas quais investimos e também nas que não investimos.

Por fim, gostaríamos de concluir reforçando que nossa confiança no sucesso do trabalho do management da Equatorial (*holding*, Cemar e Celpa) só aumenta a cada resultado divulgado e visita às três sedes (Rio de Janeiro, São Luis e Belém). Para nós, a Equatorial apresenta a combinação de excelência na gestão, uma grande oportunidade de criação de valor que depende mais do trabalho de seus executivos do que de fatores exógenos à companhia e um valor de ação bem distante daquele que precifique nosso cenário base. No preço de fechamento de 31 de março de 2014, a R\$ 20,45, acreditamos que estamos pagando (obtendo um *fair return*), grosso modo, apenas pelas participações da Equatorial na Cemar e Geramar. Consequentemente, é como se estivéssemos levando “de graça” toda a criação de valor advinda da Celpa e, quem sabe, de futuras aquisições. Ao nosso ver, não é toda hora que encontramos uma oportunidade de investimento como essa.

Racionamento de Energia

Enquanto escrevíamos essa carta, a necessidade de implementar um racionamento de energia elétrica no Brasil passou a ser fortemente discutida. Afinal, vivemos um período marcado por baixíssima hidrologia (a quarta pior para o primeiro trimestre em oitenta e quatro anos) nas principais bacias brasileiras. Apenas treze anos se passaram do marcante Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica de 2001, que culminou em uma redução de aproximadamente 15% da demanda

residencial por energia elétrica no país, a qual só retornou a níveis pré-acionamento cinco anos mais tarde. Consequentemente, não podíamos deixar de endereçar o tema em uma carta que trata de nosso investimento em uma das companhias do setor.

Reexaminar o racionamento implementado pelo governo em 2001 comparando os dois momentos vividos pelo setor elétrico brasileiro foi exercício obrigatório e interessante. Concentrando-nos no segmento de distribuição, principal atividade da Equatorial, as distribuidoras do país tiveram seu volume de energia distribuído reduzido, na média, em 15% aproximadamente. Apesar de o modelo regulatório à época já prever que as tarifas seriam calculadas sobre a base regulatória de ativos (RAB) e permitir revisões tarifárias extraordinárias (RTE), em caso de desequilíbrio econômico da concessão, ainda não havia ocorrido o primeiro ciclo de revisão tarifária da Aneel. Sem saber ao certo qual seria a RAB calculada nas primeiras revisões por vir, os investidores ignoraram o conceito de que uma revisão tarifária anula economicamente os efeitos de volume em uma concessão de distribuição. Para piorar, ainda não existia o mecanismo de medição dos custos não gerenciáveis, que pela regulação atual são repassados ao consumidor. Com o preço da energia *spot* nas alturas, as distribuidoras incorreram em custos altíssimos de compra de energia sem saber ao certo o quanto seria repassado ao consumidor. O modelo de regulação por incentivos era ainda embrionário. Em um cenário repleto de incertezas, sabemos como o mercado reage: *shoot first, ask questions later*. As ações do setor despencaram e só tiveram algum alívio a partir de dezembro de 2001, quando o governo decidiu repassar parte dos prejuízos econômicos do setor ao consumidor, evento conhecido como Acordo Geral do Setor Elétrico.

A situação atual é bem diferente. O sistema elétrico brasileiro conta hoje com uma importante geração de energia termelétrica, o que praticamente não existia em 2001. Com isso, para se produzir o mesmo efeito de recuperação dos reservatórios do último racionamento, a carga a ser cortada deveria ser bem menor. Adicionalmente, é improvável que um eventual corte de carga hoje seja “permanente”, como ocorrido em 2001, dado que o país é bem mais eficiente energeticamente. Por último, e mais importante, a regulação é bem mais institucionalizada. As RABs estão calculadas e os custos não gerenciáveis são cuidadosamente medidos pela Agência e repassados anualmente aos consumidores. Os efeitos de queda de volume são economicamente anulados pelas revisões tarifárias e a conta é simples de se fazer. Para as concessões da Equatorial, especificamente, alguns aspectos ainda poderiam servir de atenuantes: (1) o fato de se situarem em um subsistema – norte – onde os reservatórios estão em níveis mais confortáveis e (2) o fato de possuírem uma base relevante de consumidores com baixo consumo – em 2001 os consumidores com consumo menor que 100kWh/mês foram excluídos do Programa.

Qual seria então a probabilidade de necessitarmos de um racionamento de energia dessa vez? Um artigo publicado em 1972 por Edward Lorenz, meteorologista do MIT e pioneiro nos estudos da Teoria do Caos, parece ter sido feito sob medida para nos ajudar a responder esta pergunta. Intitulado “*A batida das asas de uma borboleta no Brasil pode provocar um tornado no Texas?*”, o estudo sobre previsão do tempo constatou que mudanças pequenas nas condições iniciais – um arredondamento na quarta casa decimal da pressão barométrica em um determinado local, por exemplo, era capaz de produzir uma grande e inesperada divergência nos resultados: um dia ensolarado ou uma tempestade com raios e trovoadas no Kansas. Um sistema dinâmico e não linear como a atmosfera assume um comportamento caótico, onde pequenos erros em determinadas variáveis se sobrepõem exponencialmente, tornando qualquer previsão para alguns dias a frente extremamente imprecisa, conclui o artigo. Nate Silver, em seu recente livro “*O Sinal e o Ruído – por que tantas previsões falham e outras não?*” mostra que, em geral, depois de pouco mais de uma semana, a teoria do caos assume o controle e previsões de tempo comerciais produzem mais erros do que se simplesmente utilizassem a média histórica da variável em questão. Na Squadra não nos consideramos capazes de desafiar a teoria do caos e antever possíveis períodos de escassez hidrológica, que podem culminar em um racionamento de energia. Baseados nesse conceito, também evitamos as consultorias meteorológicas que dizem saber se a situação atual irá ou não se reverter através de suas previsões do tempo. Como investidores de longo prazo, cabe a nós quantificar os possíveis cenários de perda de valor intrínseco das companhias afetadas em um caso extremo como esse, algo que costumamos fazer em nossas análises do setor elétrico.

Obviamente, também não é possível precisar quais serão as consequências do racionamento para as concessionárias. A começar pela quantidade de energia que será racionada, se esta será a mesma para todas as regiões do país e classes de consumidores, se o nível de consumo passado o racionamento será o mesmo que antes e como governo e regulador compensarão as distribuidoras por uma variação negativa de volume excepcional. Se respeitado o arcabouço regulatório por parte da Aneel, o que

julgamos ser de fundamental importância para estabilidade de qualquer setor regulado, o grosso do prejuízo para as distribuidoras estaria limitado à queda de volume ocorrida entre o início do racionamento e a próxima revisão tarifária (extraordinária ou não).

Quem investe no setor de energia elétrica no Brasil deveria fazê-lo com uma margem de segurança suficiente que considerasse a possibilidade de racionamento em seu horizonte de investimento. No caso de nossa posição em Equatorial, até em função de sua representatividade para os portfólios de nossos fundos, poderia se pensar em algum tipo de proteção via mercado de capitais contra um possível racionamento de energia. Entretanto, dada a diferença entre preço das ações e o valor intrínseco que enxergamos na Equatorial, entendemos estar protegidos contra tal tipo de evento. Não há seguro melhor (nem mais barato) para um investimento do que pagar bem por ele.

Finalmente, ao compararmos os efeitos de um racionamento para Cemar e Celpe, em cenários que consideramos razoavelmente conservadores, com a queda sofrida no preço da ação da Equatorial de sua máxima até a cotação de final do primeiro trimestre deste ano, acreditamos que a relação risco-retorno do investimento não tenha se alterado. Nessa análise de stress não levamos em conta a possibilidade, prevista em contrato, de se reivindicar uma RTE para cobrir os prejuízos econômicos de um evento dessa magnitude. Ou seja, o valor de mercado perdido pela companhia nesses últimos meses parece ter, no mínimo, compensado a queda de valor intrínseco a qual pode ser causada por um racionamento de energia.

Seguimos confiantes com os fundamentos, apresentados por nós ao longo desta carta, do investimento em Equatorial Energia S.A.. Caso algum tipo de racionamento seja anunciado enquanto formos acionistas da companhia, pretendemos retornar ao tema em uma próxima carta a fim de dividir com os senhores nossa análise a respeito das consequências do evento para a mesma.

Grato por sua atenção e confiança,

Equipe Squadra

SQUADRA

INVESTIMENTOS

Glossário:

Cultura de ownership: Cultura de dono

Empire builder: Formador de impérios

Fair return: Retorno justo

IPO: Oferta Pública de Ações

Long: Posição comprada

Outperformance: Desempenho acima do referencial

Shoot first, ask questions later: Atira primeiro, perguntas depois

Spot: Mercado à vista

Stakeholders: Partes interessadas

Top Down: Macro

Top Management: Alta diretoria

Turn Around: Reestruturação