

Rio de Janeiro, 2 de fevereiro de 2020

Prezados cotistas,

Em nossa última carta, mencionamos que uma empresa do setor de seguros havia se tornado uma importante posição *short* em nosso portfólio.

*“Ainda sobre nosso portfólio short, mais recentemente, têm nos intrigado a excepcional rentabilidade, baixa volatilidade e alta previsibilidade guiada para uma empresa do setor de seguros. Em um business que, tal como o setor de educação superior, possui natureza commodity, chama atenção que tenhamos no Brasil a empresa distanciadamente mais rentável e mais cara do mundo no segmento. Como os sinistros segurados e suas reservas possuem caráter de longo prazo e intrinsecamente envolvem um grau de subjetividade que já motivou comparações com um “self-graded exam”, nos indagamos se os resultados correntes refletem de fato a real lucratividade do negócio. Ao longo do último semestre, esse novo investimento se tornou uma das nossas principais posições short.”*

Squadra, Carta aos Cotistas de 2018

Tendo-se passado um ano desde a última carta, o investimento *short* nas ações do IRB-Brasil Resseguros S.A. (“IRB” ou “Companhia”) se tornou uma de nossas maiores posições, sendo a principal exposição vendida em nosso fundo Squadra Long-Biased. Como se poderia verificar no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), iniciamos a construção da posição na Companhia em maio de 2018.

Dessa forma, fundos sob nossa gestão (e, por consequência, a própria Squadra) se beneficiam de uma queda de valor nas ações do IRB.

Desde que o IRB abriu seu capital em bolsa de valores, em 2017, temos dedicado esforços na análise de seus negócios e resultados. Em nossa opinião, existem indícios que apontam para lucros normalizados (recorrentes) significativamente inferiores aos lucros contábeis reportados nas demonstrações financeiras da Companhia. Essa disparidade entre lucro contábil e lucro normalizado foi crescente durante o período e atingiu sua maior diferença nos resultados trimestrais mais recentes. Não estamos afirmando que há razões legais ou regulatórias que exijam a divulgação de tais lucros de modo diferente ao realizado pelo IRB. Nossa intenção aqui é justificar aos senhores nossa opinião de que há uma grande disparidade entre preço e valor nas ações do IRB, causada principalmente por uma percepção de parcela do mercado sobre a sustentabilidade dos seus elevados níveis de retorno sobre o capital.

Esse caso de investimento tem sido um dos mais complexos que encontramos desde a fundação da Squadra há 12 anos, requerendo dedicação e discussões constantes de nossa equipe. No setor de seguros e resseguros, temos acesso a bases de informações públicas disponibilizadas pelos reguladores incomuns para analistas de empresas no Brasil. Amparados nessas fontes de dados, construímos uma análise que justificou assumirmos uma posição *short* significativa, a qual julgamos importante apresentar aos senhores, considerando a relevância desse investimento em nosso portfólio.

Desde que iniciamos nossa exposição vendida em ações do IRB, essa posição contribuiu negativamente para a performance de nosso fundo Squadra Long-Biased tanto no ano de 2018 quanto em 2019. Pelos motivos que estão expostos nesta carta, somos da opinião de que se trata, provavelmente, do investimento em que há a maior disparidade entre preço e valor em nosso portfólio.

Devido às especificidades envolvidas, optamos por escrever esta comunicação exclusivamente sobre nosso investimento *short* em IRB. Ainda nesta primeira parte do ano, enviaremos uma nova carta em que abordaremos a performance dos fundos no ano de 2019, além de fazermos comentários e considerações sobre outros pontos relacionados ao nosso universo de investimento.

Com a finalidade de evitar eventual comunicação imprecisa, a Squadra compartilhou com o IRB suas análises e principais conclusões em documento enviado para a Companhia na data de 1º de novembro de 2019. No dia 26 de novembro, recebemos uma carta de resposta com análises técnicas feitas pela Companhia, acompanhada de quatro pareceres solicitados pelo IRB. Nesses pareceres, elaborados por especialistas em contabilidade, em ciências atuariais e por escritórios de advocacia, constavam respostas a questões formuladas pelo IRB a partir do seu entendimento sobre o estudo apresentado pela Squadra. A referida resposta se baseou apenas em informações públicas sobre a Companhia, e cumpre ressaltar que o IRB discordou das conclusões da análise apresentada pela Squadra, tendo feito a seguinte afirmação na correspondência que nos foi endereçada:

*“Com base na análise dos pareceres e memorandos elaborados pelos referidos professores e escritórios de advocacia especializados, fica evidenciado que a Comunicação enviada pela Squadra continha uma série de equívocos e impropriedades, os quais foram responsáveis por gerar conclusões equivocadas a respeito dos temas abordados”.*

Entretanto, diante das explicações, opiniões e pareceres apresentados na resposta do IRB, nossa opinião se manteve a mesma. Sem que se pretendesse estabelecer um contraditório por meio de troca de correspondências, a Squadra enviou nova comunicação ao IRB no dia 13 de dezembro de 2019, descrevendo de forma sucinta e exemplificativa alguns dos vários itens nos quais, na nossa avaliação, a resposta da Companhia não enfrentou adequadamente os pontos levantados. Desde então, a Squadra não encaminhou comunicação adicional e também não recebeu nova correspondência enviada pela Companhia.

Todas as análises apresentadas nesta carta são baseadas em informações públicas e no entendimento da Squadra sobre elas, assim como sobre o negócio de resseguros em geral. Ainda que nossa opinião seja no sentido de que parte do mercado não vem interpretando adequadamente as informações públicas disponíveis sobre o IRB, este documento não tem a intenção de criticar qualquer indivíduo ou sugerir que se tenha praticado qualquer irregularidade.

Juntamente com esta carta, enviamos aos senhores um relatório de análise da Squadra sobre o IRB (“Relatório de Análise”), em que apresentamos nosso *research* com maior aprofundamento. Nesse documento, explicamos o estudo realizado, fazemos referências às fontes primárias de onde obtivemos os dados e elaboramos apêndices complementares, em que constam memórias de cálculo, esclarecimentos metodológicos e considerações adicionais. Em algumas das análises apresentadas, devido à indisponibilidade de determinada informação, fez-se necessário o uso de estimativas passadas. Nesses casos, o emprego de estimativas foi destacado, bem como os fundamentos das premissas adotadas.

No Relatório de Análise, também procuramos apresentar, de forma resumida, nosso entendimento sobre as conclusões da resposta enviada pelo IRB à Squadra na data de 26 de novembro de 2019.

Para melhor entender o conteúdo e o alcance da presente correspondência, é fundamental a leitura do Relatório de Análise na íntegra, bem como de seus anexos e apêndices. Esta carta inclui apenas as informações mais fundamentais para compreensão de nossa tese de investimento.

Cabe lembrar, também, que qualquer pessoa com interesse no IRB, para formar suas próprias opiniões sobre os tópicos abordados nesta carta, deve acessar os documentos sobre a Companhia disponibilizados na CVM e no *website* da SUSEP<sup>1</sup>, além de poder consultar qualquer outra fonte que considere necessária. Todas as fontes utilizadas pela Squadra para formação de sua opinião estão indicadas no Relatório de Análise e, por serem públicas, estão disponíveis para acesso por qualquer pessoa.

---

<sup>1</sup> Superintendência de Seguros Privados.

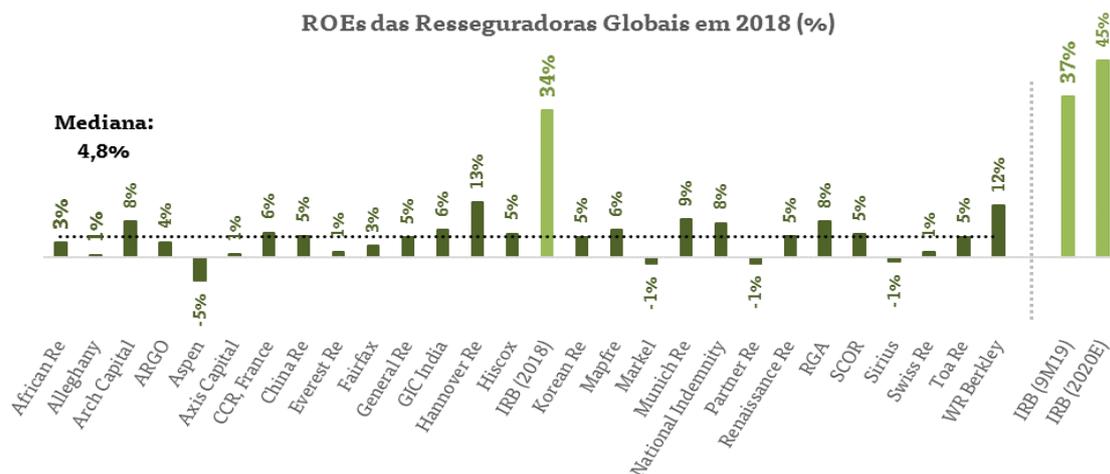
### Investimento *short* em IRB

O IRB é o ressegurador líder no mercado brasileiro, com um *market share* de 37%<sup>2</sup>. Fundado como empresa estatal em 1939, foi por décadas o único ressegurador autorizado a operar no Brasil até o encerramento do monopólio em 2007. Após ser privatizado em 2013, vem expandindo de forma acelerada sua atuação internacional, de modo que cerca de metade de seus negócios hoje vem do exterior. As transformações da empresa prosseguiram com sua abertura de capital em 2017 e, mais recentemente, com sua conversão em uma companhia sem grupo de controle definido.

“Somos a resseguradora líder na América Latina e a mais rentável do mundo”

Abertura do site de Relações com Investidores do IRB, em 29 de janeiro de 2020

O IRB se intitula como a resseguradora mais rentável do mundo. Seus lucros contábeis sugerem que essa afirmação é mesmo verdade, e por uma grande margem. Os retornos sobre capital do IRB também são muito superiores aos observados nas companhias de seguros brasileiras<sup>3</sup>. Esse excepcional nível de rentabilidade não apenas é considerado recorrente por analistas de mercado, como se projeta que ele será ainda mais alto nos próximos anos e sem apresentar qualquer volatilidade<sup>4</sup>.



Fonte: Willis Re, Bloomberg, IRB

O forte crescimento (lucro +35% *YoY*<sup>5</sup> em 2019) e, principalmente, a rentabilidade excepcional (ROE<sup>6</sup> de 37% nos 9M19) geram uma percepção altamente favorável sobre o IRB, que se reflete em sua avaliação de mercado. A Companhia atualmente é avaliada em bolsa a R\$ 41 bilhões<sup>7</sup>, negociando a múltiplos muito elevados quando analisado o setor de resseguros global.

Com um lucro projetado de R\$ 1,6 bilhão para o ano de 2019<sup>8</sup>, o IRB está avaliado a 25x o lucro de 2019 (P/E<sup>9</sup> 19), enquanto a mediana das resseguradoras negocia a 16x P/E 19. Porém, é no múltiplo em relação com o valor patrimonial que o prêmio sem paralelos atribuído à qualidade do negócio do IRB se torna mais evidente. Considerando o patrimônio líquido de R\$ 4,3 bilhões em seu balanço mais recente, o IRB é cotado em bolsa a 9,6x valor patrimonial, ao passo que a mediana das resseguradoras globais negocia a 1.2x.

<sup>2</sup> *Market share* no ano de 2018. Fonte: Apresentação institucional de novembro de 2019.

<sup>3</sup> Excluindo-se as operações de *bancassurance*, raramente objeto de resseguro.

<sup>4</sup> ROAE de 45% em 2020 e 44% em 2021, segundo o consenso de analistas *sell-side* em 29 de janeiro de 2020. Fonte: Bloomberg.

<sup>5</sup> *Year-Over-Year*.

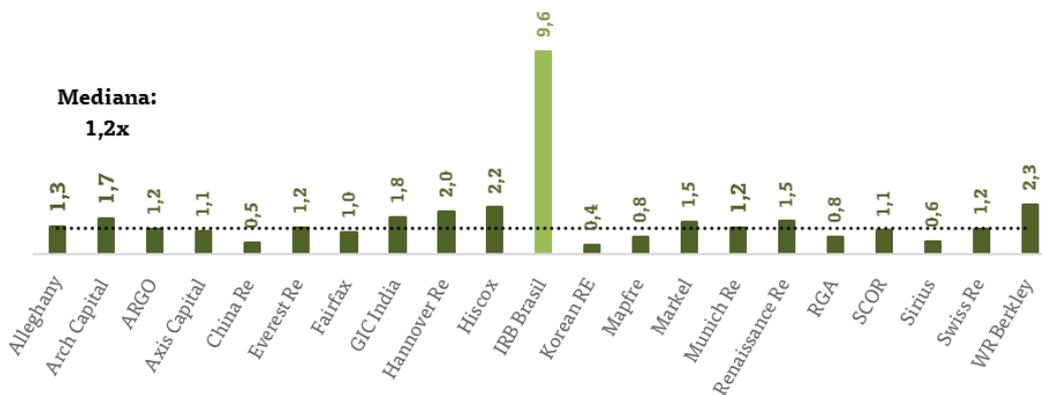
<sup>6</sup> *Return on Equity*.

<sup>7</sup> Informações de 29 de janeiro de 2020, com ação IRBR3 cotada a R\$ 44,00.

<sup>8</sup> Consenso dos analistas *sell-side* em 29 de janeiro de 2020. Fonte: Bloomberg.

<sup>9</sup> *Price to Earnings*.

### Múltiplo do Valor Patrimonial (P/BV)



Fonte: Bloomberg, IRB

Tamanho disparidade dos múltiplos de P/BV entre o IRB e seus pares é largamente explicada pela admirável diferença de rentabilidade, visto que a mediana do ROE foi de 5% no último ano fechado de 2018, enquanto o ROE do IRB foi de 34% no mesmo ano e a projeção do *sell-side* é que suba para 45% em 2020.

Na opinião da Squadra, porém, a rentabilidade normalizada do negócio do IRB é muito menor do que grande parte do mercado acredita ser por um conjunto de razões. No quadro abaixo, apresentamos o que acreditamos ser a percepção da maior parcela do mercado a respeito dos negócios e vantagens competitivas do IRB e como essa visão se contrasta com a nossa análise.

#### Percepção sobre o IRB

§ Rentabilidade “best in class” graças à posição dominante no mercado brasileiro

§ IRB possui vantagem competitiva para expandir seus negócios na América Latina

§ Sinistralidade do IRB é estruturalmente mais baixa que a das outras resseguradoras

§ IRB nunca decepciona nos seus resultados divulgados. Normalmente, surpreende para cima

§ Negócio cresce de forma acelerada ao mesmo tempo que distribui dividendos recorrentes

§ Gestão de investimentos excepcional, com geração de valor elevada e consistente

**Business fantástico, com retornos muito elevados e recorrentes**

#### Análise da Squadra

§ Seguradoras brasileiras reportam sinistros recuperados junto ao IRB maiores que a despesa correspondente na DRE da Companhia. Sinistralidade dos riscos cedidos ao IRB seria próxima à média do mercado

§ Negócios do IRB na região envolvem contratos originados por licitação pública e com sinistralidade estruturalmente elevada

§ Despesa de sinistros contábil foi reduzida por reconhecimento de expectativa de recebimentos futuros e reversões de provisões antigas

§ Resultados foram beneficiados por uma variedade de ganhos não recorrentes e não caixa, impactando diversas linhas da DRE

§ Geração de caixa do IRB foi muito abaixo da esperada e recebíveis estão se acumulando

§ Resultado financeiro favorecido por remarcações e vendas de ativos adquiridos há mais de 20 anos

**Rentabilidade recorrente do negócio do IRB é muito menor do que o mercado acredita ser**



---

### **Lucros Reportados x Lucros Normalizados**

*“The answer was obvious: they had not read the prospectuses. Few ever did. So one lesson I learned then was that genuine knowledge may matter little in the short run, especially during the course of an emotional market. After a while, however, manias die and more realistic values reassert themselves. (...)*

*What they learned from all of this I cannot say. But the lesson I derived was that there is no substitute for information and knowledge, that markets are imperfect beasts and do not reflect all that is known about a security (...) Moreover, most investors (and analysts) have no clear conception of how corporations can report earnings that are partially illusory; to them numbers are numbers, and they are willing to let it go at that. Long before I heard the term “quality of earnings” I was aware that this was one of the keys to meaningful financial analysis.*

*Unfortunately, there was no one around in those days who did such analytical work. And as far as I can see, no one on the Street today concentrates his labor on it. There is an important reason for this, to which I will return again and again, and that’s because such research is usually negative. Most investors would rather kill the messenger than think about the message.”*

**Thornton L. O’Glove, Quality of Earnings – The Investor’s Guide to how much money a company is really making (1987)**

Para se chegar a uma ideia aproximada do valor intrínseco de uma ação, o investidor precisa ter uma boa percepção sobre a capacidade de geração de lucro e caixa da empresa no futuro. No universo do *value investing*, essa real capacidade de se gerar lucros futuros é comumente referida como *earnings power*. Para se estimar o *earnings power* de uma empresa, a primeira etapa consiste no entendimento sobre a composição dos resultados correntes até se chegar aos “*normalized earnings*” (lucros normalizados). Lucros contábeis podem diferir substancialmente desses lucros normalizados, em razão de diversos fatores, inclusive alterações em normas contábeis. Warren Buffett, ao sumarizar sua expectativa sobre o futuro da Berkshire Hathaway, afirma esperar que o “*normalized earning power*” da empresa aumente a cada ano. No Brasil, a nomenclatura mais utilizada por empresas e analistas para tratar de conceito semelhante é a de lucro recorrente.

Desde que o IRB realizou sua abertura de capital em bolsa de valores, no ano de 2017, acreditamos ter encontrado fatores que, em nossa opinião, indicam lucros contábeis reportados nas demonstrações financeiras significativamente superiores aos lucros normalizados. Essa disparidade entre lucro reportado e lucro normalizado (recorrente) foi crescente durante esse período e atingiu sua maior diferença nos nove primeiros meses de 2019.

De forma visual, apresentamos na próxima página um gráfico com os itens não recorrentes discricionários que, em nossa avaliação, contribuíram favoravelmente para os resultados do ano. Partimos do lucro antes de imposto de renda (LAIR) divulgado pela Companhia para chegar ao que estimamos ser o LAIR normalizado do período acumulado de nove meses. Segundo nossas estimativas, comentadas nesta carta e explicitadas no Relatório de Análise, nos nove primeiros meses de 2019, o resultado normalizado do IRB foi um prejuízo antes de imposto de renda de R\$ 112 milhões. Os cinco itens extraordinários que destacamos contribuíram com R\$ 1,5 bilhão em comparação a um LAIR de R\$ 1,390 bilhão.

LAIR Gerencial IRB vs LAIR Normalizado estimado pela Squadra - 9M19 (R\$ milhões)



A seguir, descrevemos brevemente os principais itens não recorrentes discricionários que entendemos terem beneficiado os resultados de 2019, acompanhados de cada valor por nós estimado:

- Reconhecimento de Expectativa de Salvados e Ressarcidos da PSL (R\$ 605 milhões).** Dados disponibilizados pela SUSEP mostram que, a partir de 2019, o IRB passou a constituir gradativamente essa expectativa, que é contabilizada como um redutor do saldo de Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL). Segundo a regulação, trata-se de uma estimativa, atuarial, de recebimentos de compensações futuras por sinistros que ainda não foram pagos pelo IRB. Seu reconhecimento gerou relevantes ganhos *one-off* nos resultados de 2019. Para comparação, 14 das 15 demais resseguradoras locais não reconhecem esse ajuste redutor de provisões e a única que o faz, contabiliza um montante equivalente a 2% de sua PSL retida<sup>10</sup>. No IRB, essa estimativa atuarial de recebimentos futuros atingiu expressivos 30% da Provisão de Sinistros a Liquidar.
- Reversão de provisões de sinistros referentes a anos de subscrição anteriores a 2014 (R\$ 282 milhões).** De acordo com as notas explicativas da Companhia, o saldo dessas "provisões antigas" se reduziu em R\$ 1,5 bilhão em apenas nove meses, de tal forma que julgamos a estimativa usada no gráfico anterior como tendo sido calculada de forma conservadora. As reservas revertidas são relacionadas a contratos da época de estatal, portanto originados antes do "turnaround" promovido pela nova gestão<sup>11</sup>. Contrariamente à prática adotada pelas principais resseguradoras globais, o IRB não divulga o efeito de reavaliações de reservas de anos anteriores em seu resultado (*reserve releases*).
- Avaliação otimista da sinistralidade dos contratos subscritos em 2019 (R\$ 292 milhões).** Segundo o triângulo de desenvolvimento de sinistros, a sinistralidade atualmente estimada pela Companhia é de apenas 30% para os prêmios ganhos dos contratos que se iniciaram no ano de 2019, ainda em fase embrionária de pagamento de indenizações. Como comparação, a sinistralidade estimada para o acumulado dos contratos dos cinco anos imediatamente anteriores é de 71%. Acreditamos que essa avaliação é excessivamente otimista e que, dado o estágio inicial desses riscos, seria recomendável uma maior constituição de provisão para sinistros ainda não avisados.
- Venda de participação no Minas Shopping (R\$ 119 milhões).** No segundo trimestre de 2019 ("2T19"), o IRB reconheceu o ganho de capital com a venda de sua participação no Minas Shopping, concluída em

<sup>10</sup> Em resseguros, utiliza-se o conceito de "retidas" para as reservas líquidas dos ativos de retrocessão no balanço. De forma análoga, quando nos referimos a receitas/despesas "retidas" são aquelas no critério líquido do resultado com retrocessão. A retrocessão ocorre quando o ressegurador transfere parte dos riscos que assumiu para outro ressegurador. Em uma definição simplificada, é o resseguro do resseguro.

<sup>11</sup> Conforme slide 3 da apresentação institucional do IRB de agosto de 2019.

10 de julho de 2019, de acordo com escritura pública de compra e venda. O ganho transitou como receita financeira na DRE<sup>12</sup> e correspondeu a mais da metade do resultado financeiro do 2T19.

- **Remarcações de participações detidas em shopping centers (R\$ 204 milhões).** O IRB está em processo de venda de seu portfólio de shoppings adquirido há cerca de 30 anos, conforme depreende-se de comunicados ao mercado de empresas e de fundos imobiliários. Nossa análise indica que parte relevante dos ganhos referentes a essas alienações em curso tenham sido reconhecidos no resultado do terceiro trimestre de 2019 (“3T19”).

Em consequência primordialmente do quadro exposto acima, as reservas retidas para pagamento de sinistros foram reduzidas em R\$ 1,3 bilhão, o que representa uma queda de 31% em apenas três trimestres. Dado que o *business* de resseguro se caracteriza pelo capital de giro positivo (*float*), levando-se em conta o alto crescimento e a magnitude do lucro reportado, o IRB deveria ter gerado cerca de R\$ 1,6 bilhão de caixa no período. No entanto, o panorama que se observou foi bem diferente: o IRB consumiu mais de R\$ 300 milhões de caixa nos primeiros nove meses de 2019.

Cumpramos ressaltar que não estamos afirmando que, em nossa avaliação, o *earnings power* do IRB seja de prejuízos consecutivos. A atividade de resseguro é conhecida por sua característica de resultados voláteis, impactados por sinistros de grandes riscos e eventos climáticos. No Brasil, onde há maior visibilidade sobre os negócios subscritos pelo IRB, por exemplo, o ano de 2019 foi impactado por maiores perdas no resseguro agrícola. A sinistralidade desse segmento tem por característica oscilar a cada ano, em decorrência de geadas, chuvas excessivas ou principalmente períodos secos prolongados que impactam a produtividade das plantações. Nesse tipo de negócio, haverá anos bons, anos não tão bons e anos ruins... 2019 acabou sendo um “ano ruim”, com perdas acima da média histórica nessa modalidade.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Na sequência desta carta, veremos que o quadro apresentado de diferença de percepção entre a Squadra e parte do mercado sobre o resultado normalizado do IRB não é específico do ano de 2019. A queda das provisões de sinistros da Companhia em relação aos seus prêmios ganhos e a fraca geração de caixa, que não acompanha a dinâmica típica do setor, vêm ocorrendo há tempos.

Nos anos de 2017 e 2018, os lucros foram suportados por um resultado contábil muito favorável dos seus negócios originados no Brasil. Entretanto, dados reportados pelas seguradoras para a SUSEP mostram que, em seus contratos de resseguro, elas recuperaram sinistros avisados junto ao IRB em montantes superiores à despesa correspondente reconhecida pela Companhia em sua DRE. Desde o início de 2017, essa diferença acumulada se aproxima de R\$ 1,6 bilhão, favorecendo os resultados do IRB.

Além disso, identificamos outros ganhos extraordinários em diversas linhas da DRE, como redutores das despesas administrativas e ativações de créditos tributários *off-balance*.

Por esse conjunto de razões, que serão abordados na sequência desta carta, acreditamos que os lucros reportados pelo IRB não refletem o seu *earnings power* e que a rentabilidade do seu negócio é muito menor do que grande parte do mercado acredita ser.

Sinistros segurados e reservas possuem caráter de longo prazo e envolvem intrinsecamente elevado grau de subjetividade, de tal forma que pode levar algum tempo até vermos uma convergência entre lucros reportados e lucros normalizados, ainda mais considerando o alto crescimento do IRB. Investimentos *short*, assim como acontece com os *longs*, também requerem sua dose de disciplina e paciência. Quando essa convergência acontecer, entendemos que avaliações de mercado mais realistas beneficiarão o nosso investimento *short* em ações do IRB.

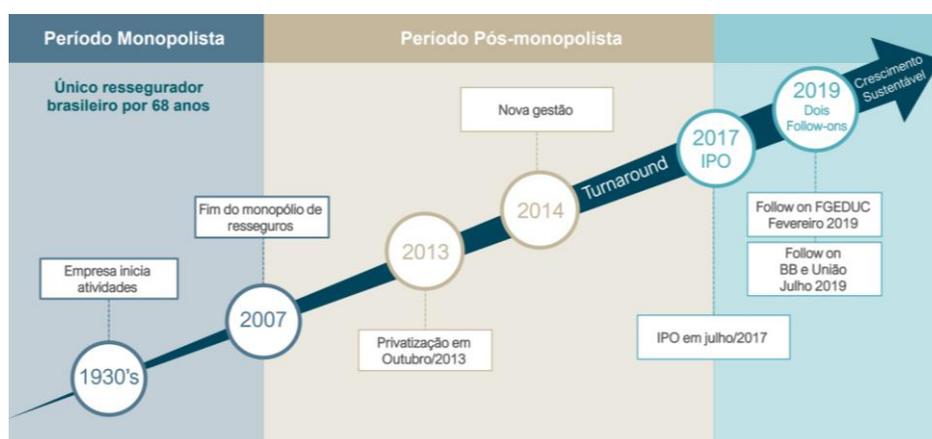
<sup>12</sup> Demonstração do Resultado.

**IRB – líder de *market share* no Brasil, ressegurador global e 80 anos de história**

O IRB, ressegurador líder no Brasil com *market share* de 37%, disputa negócios com outras 15 resseguradoras sediadas no país, entre empresas nacionais e filiais de grupos estrangeiros, além de dezenas de resseguradores *offshore*<sup>13</sup> que subscrevem riscos brasileiros.

Fundado como empresa estatal em 1939 pelo governo Getúlio Vargas, o Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) foi por 68 anos o único ressegurador autorizado a operar no país. Durante a maior parte de sua história, funcionava também como entidade reguladora do setor de resseguros, sendo, dessa forma, seu próprio regulador.

Com o fim do monopólio em 2007, passaram a atuar no mercado brasileiro outras empresas nacionais e, principalmente, grandes resseguradores globais, tais como Munich Re, Swiss Re e sindicatos vinculados ao Lloyd's. Os modelos de atuação dessas instituições podem envolver o uso filiais locais ou a subscrição dos riscos a partir de entidades estrangeiras, sendo que alguns grupos se valem concomitantemente das duas formas de operação.



Fonte: IRB

O IRB ainda permaneceu como estatal até o ano de 2013, quando foi conduzido o seu processo de privatização. Durante décadas, as companhias interessadas em atuar no setor de seguros no mercado doméstico eram obrigadas a adquirir e deter ações preferenciais do IRB, enquanto o governo detinha a totalidade das ações ordinárias. Sendo assim, os grupos seguradores do país já eram acionistas da resseguradora em seus tempos de estatal, ainda que não detivessem direito a voto. Quando decidiu pela privatização da empresa, o governo determinou a conversão de suas ações preferenciais em ordinárias, colocando automaticamente grande parte do capital votante em mãos privadas. Para que a Companhia fosse efetivamente privatizada, bastou ao governo então vender uma parcela de suas ações.

A história de uma empresa monopolista de 80 anos, evidentemente, é marcada por muitos fatos peculiares, alguns dos quais são abordados nesta carta. Como aspecto que influencia nossa análise, nos parece que o produto final desse longo período foi um balanço patrimonial conservador, caracterizado por um estoque de provisões passíveis de serem revertidas e ativos depreciados.

A partir de 2014, o IRB, cuja atuação era muito concentrada no mercado brasileiro, iniciou um processo de expansão acelerada de prêmios originados no exterior, de tal modo que os negócios internacionais atualmente respondem por mais da metade dos seus prêmios retidos. Em 2017, houve a abertura de capital em bolsa de valores, através de oferta secundária de ações detidas tanto por controladores como minoritários. Em julho de 2019, o acordo de acionistas existente foi extinto, tornando o antigo monopolista estatal em uma empresa sem grupo controlador definido (*corporation*).

<sup>13</sup> Resseguradoras estrangeiras com atuação no mercado brasileiro sem estarem constituídas na forma de sociedade anônima sediada no Brasil. Incluem tanto resseguradoras admitidas quanto eventuais.

### Características diferentes do habitual para o negócio de (res)seguro<sup>14</sup>

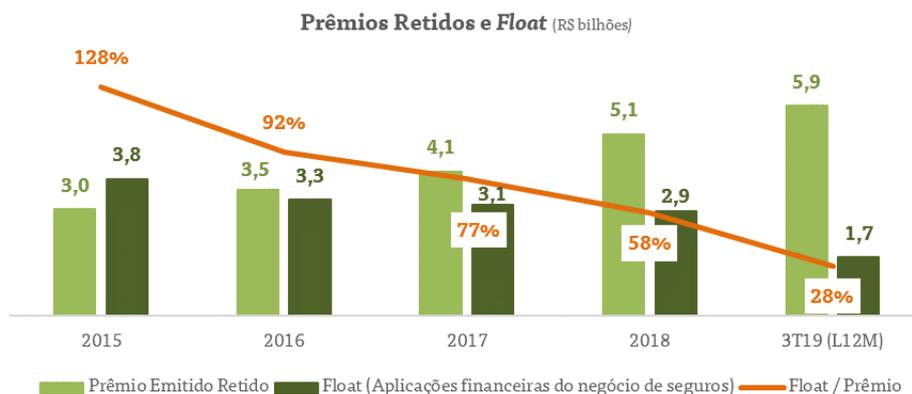
Quando iniciamos nosso estudo sobre o IRB, além do alto retorno sobre capital e da baixa volatilidade dos resultados, dois outros fatores nos chamavam especialmente a atenção por diferirem de forma material do habitualmente observado em empresas de (res)seguro.

#### **Fraca Geração de Caixa**

*“This collect-now, pay-later model leaves P/C<sup>15</sup> companies holding large sums – money we call “float” – that will eventually go to others. Meanwhile, insurers get to invest this float for their own benefit. Though individual policies and claims come and go, the amount of float an insurer holds usually remains fairly stable in relation to premium volume. Consequently, as our business grows, so does our float.”*

Warren Buffett, 2018 Berkshire Hathaway Letter to Shareholders

Assim como ocorre em empresas de seguros, as resseguradoras recebem os valores dos prêmios antes de terem de arcar com eventuais sinistros. Por essa razão, ao contrário da maior parte dos negócios, o *business* de resseguro possui capital de giro positivo. Assim, uma resseguradora em alto crescimento deveria gerar caixa acima do seu lucro contábil e experimentar um aumento substancial do seu *float*. No IRB, entretanto, tem-se observado comportamento diametralmente oposto. Desde o fim de 2015, enquanto os prêmios retidos praticamente dobraram, o *float* caiu pela metade.



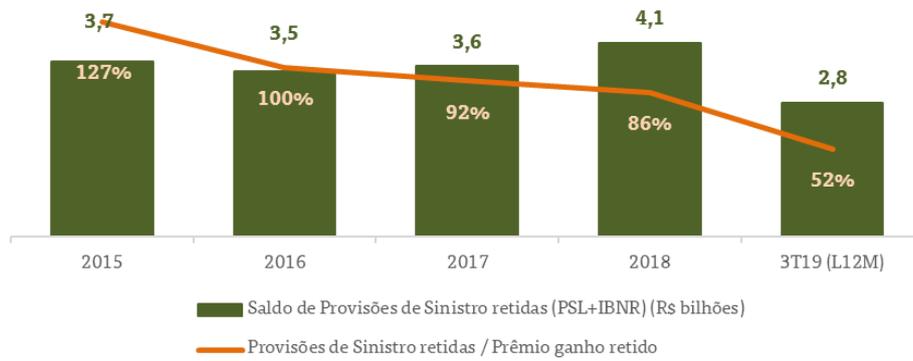
#### **Queda das Reservas para Pagamento de Sinistros**

Ao longo dos últimos anos, o crescimento de prêmios da Companhia foi impressionantemente alto, enquanto as reservas caíram, mesmo em termos nominais. Quando comparamos a relação entre reservas para sinistros e os prêmios ganhos retidos, a queda foi consistente e se acentuou sobremaneira ao longo do ano de 2019.

<sup>14</sup> Ao longo do documento, usamos as palavras “(res)seguro” e “(res)seguradora” quando comentamos sobre conceitos e características que se aplicam de forma similar tanto aos negócios e empresas de seguro como de resseguro. Como o resseguro é frequente definido, de forma simplificada, como o seguro contratado pelas seguradoras, é natural que os dois negócios apresentem várias características em comum.

<sup>15</sup> *Property and Casualty.*

Provisões de Sinistro (% dos Prêmios Ganhos)



Fonte: IRB

Ao nos confrontarmos com essas características que diferiam diametralmente das tradicionalmente observadas em empresas de (res)seguros, nos colocávamos a seguinte questão: **teria o IRB criado um modelo de negócios revolucionário no setor de (res)seguros?**

### Sinistralidade no Brasil – O que nos dizem as seguradoras?

Buscando quantificar as razões para a maior rentabilidade do IRB em relação a outras resseguradoras, os analistas da corretora Morgan Stanley, em relatório intitulado “*Apples and Oranges*”, publicado em abril de 2019, detalharam o ROE da Companhia entre os diversos componentes do resultado. Procederam, então, a uma comparação entre a composição da demonstração de resultados do IRB e a de um grupo de resseguradoras globais<sup>16</sup>, tomando como referência o exercício de 2018.

No estudo realizado, o componente da sinistralidade se destaca entre os fatores que explicam a diferença de retorno. Segundo os cálculos do relatório, a sinistralidade do IRB foi de 56% em 2018 em comparação à mediana de 75% de um grupo de resseguradoras globais, uma significativa diferença de 19 pontos percentuais.

Compartilhando dessa constatação de que a sinistralidade abaixo dos pares foi fundamental no retorno obtido pelo IRB nos últimos anos, buscamos ampliar nosso entendimento sobre esse componente.

No gráfico abaixo, em uma primeira leitura da direita para a esquerda, nota-se que a sinistralidade de 56% referenciada pelos analistas do Morgan Stanley é aquela divulgada pelo IRB em seu *earnings release*, de acordo com seu critério gerencial. No padrão contábil, a sinistralidade retida foi um pouco inferior: 53%. Quando olhamos o resultado antes da retrocessão<sup>17</sup>, a sinistralidade foi de 42%. Finalmente, ao fazermos a distinção dos riscos entre aqueles originados no Brasil e no exterior, vemos que a sinistralidade do Brasil foi de 21% e a do exterior, 74%.



Fonte: IRB

No ano de 2018, percebe-se que a baixa sinistralidade no Brasil foi o fator que contribuiu positivamente para a sinistralidade de 56% destacada como diferencial do IRB em relação ao restante do setor. Esse quadro não foi único de 2018 e também se verificou nos anos de 2017 e 2019, com a sinistralidade doméstica sendo substancialmente mais baixa do que no exterior.

Vale ressaltar que uma sinistralidade de 21% sobressai como sendo especialmente baixa e raramente observada nos negócios de seguro e resseguro, principalmente em se tratando de grandes riscos.

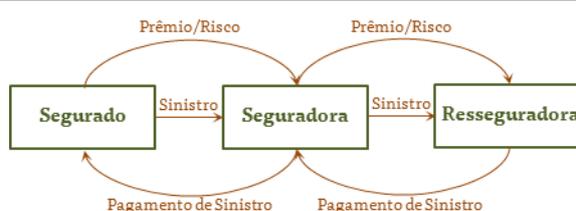
### **O que nos dizem as seguradoras?**

Por estarmos no Brasil, contamos com um benefício valioso em nossa análise: um grande volume de informações disponibilizadas pela SUSEP, órgão regulador dos setores de seguro e resseguro. Seguradoras e resseguradoras do país precisam publicar demonstrações contábeis semestrais auditadas, além de reportar mensalmente demonstrativos financeiros, bem como detalhamentos adicionais sobre prêmios, sinistros, reservas e resultado com resseguro.

<sup>16</sup> Grupo selecionado no relatório composto por Hannover Re, Munich Re, RGA, SCOR, RNR, China Re, Swiss Re e Everest Re.

<sup>17</sup> A retrocessão ocorre quando o ressegurador transfere parte dos riscos que assumiu para outro ressegurador. Em uma definição simplificada, é o resseguro do resseguro.

Uma característica importante do resseguro é que uma resseguradora não origina diretamente o seu negócio. Na realidade, quem subscreve o risco original é uma seguradora, que depois repassa parte desse risco para os seus resseguradores.



Contando com o fato de estarem disponíveis as informações contábeis individuais das entidades reguladas pela SUSEP, decidimos investigar os demonstrativos das seguradoras, aquelas que originam e cedem os riscos, em busca de um melhor entendimento sobre a lucratividade do negócio de resseguro no Brasil. Para tal, consolidamos as demonstrações de resultado das mais de 100 seguradoras que atuam no mercado doméstico.

<b>DRE - Seguradoras Brasileiras (R\$ bilhões) 2018</b>	
<b>Prêmios Emitidos</b>	<b>113,8</b>
<b>Prêmios cedidos em Resseguro</b>	<b>(12,0)</b>
(+/-) Variação estimada de provisões técnicas	0,8
<b>Prêmios cedidos ganhos estimados (a)</b>	<b>(11,2)</b>
Recuperação de Sinistros (b)	6,4
Comissão de Resseguro estimada	1,9
<b>Resultado com Resseguro</b>	<b>(2,9)</b>
<b>Sinistralidade estimada dos prêmios cedidos (c) = -(b)/(a)</b>	<b>57%</b>

Fonte: SUSEP, Squadra

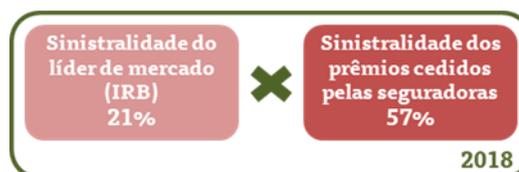
Por esses números, podemos ver que, em 2018, dos R\$ 113,8 bilhões que as seguradoras brasileiras emitiram em prêmios, elas cederam R\$ 12,0 bilhões na forma de prêmios de resseguro. Após as recuperações de sinistros e receitas com comissão de resseguro, o resultado com resseguro<sup>18</sup> foi negativo em R\$ 2,9 bilhões. Esse valor representa a perda contábil que as seguradoras tiveram em 2018 por ressegurar parte de seus riscos.

Qual foi nosso raciocínio então? Se o dinheiro saiu do bolso das seguradoras, ele foi parar no bolso das resseguradoras. Se as seguradoras que cedem risco no Brasil perderam R\$ 2,9 bilhões em 2018, as resseguradoras que aceitam risco no Brasil ganharam os mesmos R\$ 2,9 bilhões (antes de impostos, alguns gastos com corretagem, despesas administrativas e resultado financeiro).

Esse resultado, calculado a partir das informações contábeis das seguradoras cedentes, seria aquele auferido pelo conjunto das resseguradoras com negócios subscritos no país. Ele engloba o resultado doméstico do IRB, das demais 15 resseguradoras locais e também o obtido pelas resseguradoras *offshore* que recebem negócios originados no Brasil.

Os R\$ 12,0 bilhões de prêmios cedidos se traduziram em R\$ 11,2 bilhões na ótica de prêmios ganhos (regime competência, isto é, no período de vigência dos riscos). Ao mesmo tempo, as seguradoras brasileiras reportaram uma recuperação de R\$ 6,4 bilhões de sinistros ocorridos junto aos seus resseguradores. Dessa forma, as seguradoras brasileiras, em suas demonstrações contábeis, estão mostrando que os prêmios cedidos aos resseguradores tiveram uma sinistralidade de 57% em 2018.

Com base nessa análise, chegamos a um grande quebra-cabeça: se a sinistralidade do mercado foi de 57%, como a resseguradora líder de *market share* pode ter tido uma sinistralidade de apenas 21% em 2018? Durante bastante tempo, nos confrontamos com esses dados com dificuldade de reconciliar as duas informações. Dado o *market share* do IRB, estaria implícita uma sinistralidade superior a 75% para os



Fonte: SUSEP, IRB, Squadra

<sup>18</sup> Não utilizamos as linhas de “Receita com Participação em Lucros” e de “Outros Resultados” que compõem o resultado de resseguro por não afetarem o cálculo da sinistralidade e serem de menor montante.

demais resseguradores. Especialmente considerando a prática da indústria de utilizar painéis de resseguro com mais de uma contraparte, não conseguimos compreender um “*cherry picking*” em tão larga escala.

### Uma nova informação regulatória disponibilizada pela SUSEP

Durante o ano de 2019, encontramos uma nova peça deste quebra-cabeça. A SUSEP passou a disponibilizar uma nova tabela em sua base de dados que nos permitiu enxergar o painel de resseguro do conjunto das seguradoras brasileiras.

Nesses dados, não são disponibilizadas as contrapartes de cada seguradora individualmente, pois isso acabaria por expor muito da relação direta comercial entre seguradora (cedente do risco) e resseguradora (cessionária). Contudo, para o agregado de todas as seguradoras atuantes no Brasil, conseguimos ver os valores de sinistros recuperados abertos por contraparte, seja essa o IRB, uma das demais 15 resseguradoras locais ou mesmo uma das dezenas de empresas *offshore* que aceitam riscos do Brasil.

### E o que as seguradoras reportam para a SUSEP sobre o ano de 2018?

Nas barras centrais do gráfico abaixo, vemos que as seguradoras reportaram para a SUSEP uma recuperação de R\$ 2,170 bilhões de sinistros avisados junto ao IRB em 2018. No mesmo ano, o IRB reconheceu uma despesa de apenas R\$ 1,240 bilhão em suas demonstrações contábeis para o *business* doméstico, uma diferença de R\$ 930 milhões.



Fonte: SUSEP, IRB, Squadra

Importante observar que essa diferença não é um evento isolado do ano de 2018. Quando olhamos os números de 2017 e 2019, encontramos novamente números inferiores nas despesas de sinistro do IRB em relação ao reportado pelas seguradoras. No acumulado dos três anos, a diferença totaliza R\$ 1,6 bilhão.

Há algumas razões possíveis para essa discordância, que vamos explorar mais à frente nesta carta, mas, na nossa opinião, essa diferença contribuiu de forma substancial para os resultados contábeis da Companhia nos últimos anos.

### Analizando a mesma informação para os *peers* locais

Em nossa análise, a informação exposta no gráfico anterior é de fundamental importância. Ao encontrarmos essa informação regulatória, sabíamos que seu valor era alto e, por isso, era necessário testar e qualificar aquela fonte de dados. Sendo assim, um dentre os estudos que procedemos foi realizar a mesma comparação para o conjunto das 15 demais resseguradoras locais. Observem que os dados provenientes de seguradoras e resseguradoras conversam muito bem entre si.

**Brasil - Sinistros Avisados - Comparação entre Informação Regulatória das Seguradoras e Despesa Contábil das Demais Resseguradoras Locais (R\$ milhões)**

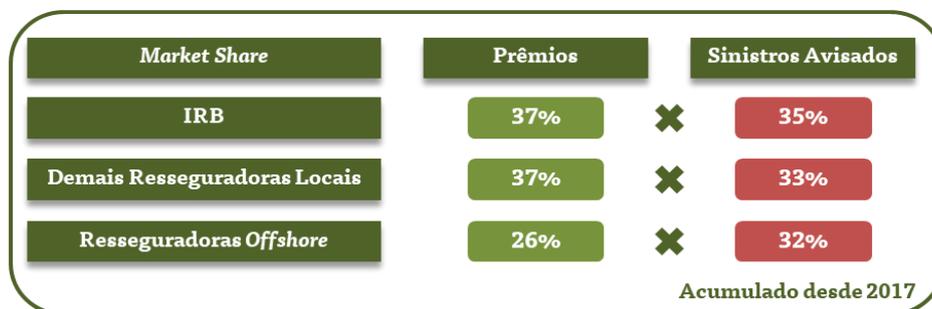


Fonte: SUSEP

No Relatório de Análise e em um apêndice dedicado, explicamos de que forma a recuperação de sinistros avisados por contraparte é reportada pelas seguradoras para a SUSEP e mostramos como a informação dessa base de dados é coerente com as demonstrações contábeis das próprias seguradoras cedentes.

**Sinistralidade do IRB em comparação ao restante do mercado brasileiro**

Ao cruzarmos as informações presentes na base de dados da SUSEP, constatamos que a participação do IRB nos sinistros avisados recuperados pelas cedentes tem sido muito próxima ao seu *market share* de prêmios. No acumulado desde o início de 2017, o IRB teve 37% de *market share* nos prêmios e 35% de participação nos sinistros avisados recuperados pelas seguradoras.



Fonte: SUSEP, IRB

Essa comparação entre a participação do IRB em prêmios e sinistros sugere que os seus riscos subscritos no Brasil apresentam sinistralidade próxima à média do setor, o que não é condizente com a percepção de parcela do mercado sobre a qualidade superior de seu negócio e nem com a baixa sinistralidade doméstica observada nos exercícios recentes. Ao longo do tempo, em bases recorrentes e sustentáveis, acreditamos que a sinistralidade do IRB em seus prêmios domésticos deva ser próxima àquela observada nos prêmios cedidos pelas seguradoras que atuam no Brasil.

Nesse sentido, para analistas focados no *earnings power* das empresas e conhecedores da volatilidade histórica dos seguros de grandes riscos, é importante constatar que a sinistralidade média do risco cedido em resseguro pelas seguradoras brasileiras em um período de quase oito anos (2012 até setembro de 2019) foi de 65%. O ano de 2018, na realidade, foi bom se comparado a parâmetros históricos. Os primeiros nove meses de 2019, por exemplo, apresentaram uma sinistralidade consideravelmente mais alta, de 74%.

### Por que essa informação não é comentada por parcela relevante do mercado?

A SUSEP periodicamente atualiza a sua base de dados disponibilizada ao público em geral. Pelo próprio site do regulador, podem ser feitas consultas em uma interface amigável. No entanto, os dados que apresentamos nos gráficos anteriores constam em uma tabela que passou a ser disponibilizada apenas em 2019 e não estão disponíveis para consulta diretamente no site. É necessário fazer o *download* da base de dados, achar a nova tabela, buscar a informação e interpretá-la.

A cada mês, logo após novos *updates* da base de dados da SUSEP, são escritos relatórios por boa parte dos analistas *sell-side* com números e comentários sobre o desempenho das seguradoras listadas na bolsa de valores. Nesse mesmo momento, são sempre disponibilizados os dados sobre a recuperação dos sinistros ressegurados. Logo, nos parece que a informação, por ter sido disponibilizada mais recentemente, ainda não recebeu a merecida atenção.

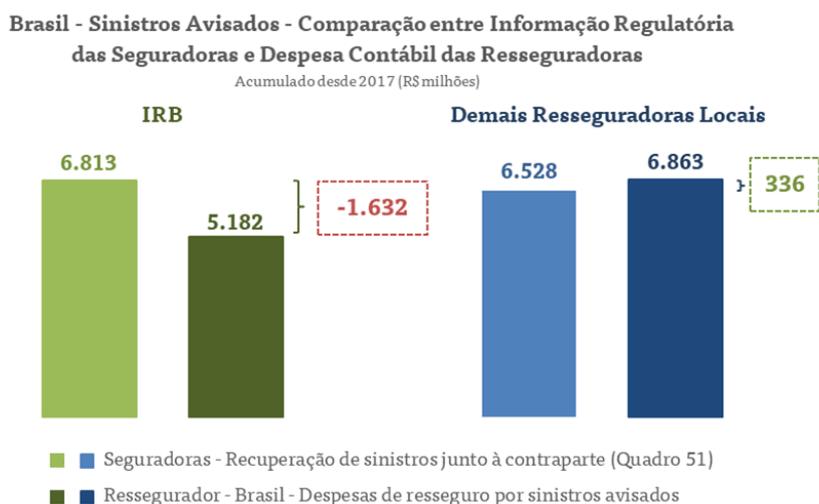
### Razões para as diferenças encontradas e conclusões

Voltando ao comparativo entre os sinistros recuperados reportados pelas seguradoras e as despesas correspondentes na contabilidade das resseguradoras, importante comentarmos que, em nosso entendimento, os números não precisam (e nem deveriam) ser rigorosamente idênticos. Existem alguns motivos para isso e elencamos abaixo os que julgamos serem os principais:

- Descasamento temporal entre o recebimento do aviso de sinistro pela seguradora e o prazo para que a mesma comunique o ocorrido à resseguradora;
- Diferentes percepções de valores a serem reconhecidos na provisão de sinistros a liquidar (PSL) pela seguradora e pela resseguradora na avaliação de um novo sinistro avisado;
- Reavaliação de reservas de sinistros reportados em anos anteriores.

Dada a natureza do negócio de resseguro, todas essas razões se apresentam como transitórias. Levando ao limite, no momento do efetivo pagamento do sinistro, a recuperação contabilizada pela seguradora e a despesa contabilizada pela resseguradora precisam convergir. Assim, para um novo sinistro avisado, eventuais diferenças de avaliação inicial serão compensadas por reavaliações feitas por uma das partes até o momento do efetivo pagamento.

Por essas razões, achamos interessante observar como os números se comparam em cada período individualmente e, sobretudo, em um horizonte mais longo. No caso do IRB, desde o início de 2017, a diferença acumulada se aproxima de R\$ 1,6 bilhão, favorecendo o seu resultado.



Fonte: SUSEP, IRB, Squadra

Em uma janela longa, somente eventos não recorrentes e não caixa, como, por exemplo, reversão de provisões de sinistros de períodos anteriores, poderiam justificar diferenças de tão grande magnitude. Ao longo do tempo, em uma visão de recorrência de negócio, não enxergamos razão para que a despesa contábil de sinistros avisados do IRB permaneça abaixo da recuperação de sinistros reportada pelas seguradoras.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

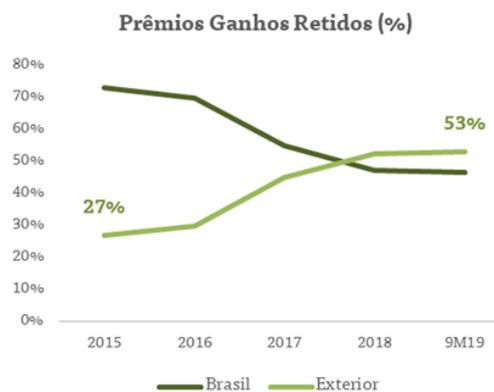
### **Sinistralidade no Exterior – Negócios na América Latina não parecem bons**

*“It’s so easy in the insurance business — it’s the curse of the insurance business — it’s also one of the benefits of it — is that people hand you a lot of money for writing out a little piece of paper. And what you put on that piece of paper is enormously important. But the money that’s coming in that seems so easy can tempt you into doing very, very foolish things. (...) If you are willing to do dumb things in insurance, the world will find you. You can be in a rowboat in the middle of the Atlantic and just whisper out, “I’m willing to write this” and then name a dumb price, and you will have brokers swimming to you, you know – with their fins showing, incidentally.*

*It is brutal. I mean, if you are willing to do dumb things, there are people out there, and it’s understandable. But they will find you, and you will get the cash up front. You will see a lot of cash and you won’t see any losses, and you’ll keep doing it because you won’t see any losses for a little while. So you’ll keep taking on more and more of this, you know, and then the roof will fall in.”*

Warren Buffett, 2003 Berkshire Hathaway Shareholders’ Meeting

O IRB tem expandido seus negócios de forma bastante acelerada no exterior. De 2015 para cá, os prêmios ganhos no exterior multiplicaram por quase quatro vezes, com uma taxa de crescimento composta (CAGR<sup>19</sup>) de 41%. Enquanto isso, os prêmios domésticos retidos cresceram a um CAGR de 5% no período. Como o IRB retrocede pouco dos prêmios emitidos no exterior, esses negócios já representam a maior parte dos seus prêmios ganhos retidos.



Em nossa análise inicial, enxergávamos esse crescimento acelerado fora do Brasil com cautela, não só por um eventual menor conhecimento ou experiência da Companhia sobre os riscos subscritos, mas também pelas características do *business* de seguros. Como (res)seguradoras recebem os prêmios antes e arcam com os sinistros posteriormente, não é difícil apresentar crescimento nesse negócio, conforme ilustra a anedota da canoa no meio do oceano contada por Warren Buffett. A história do setor de seguros e resseguros é repleta de exemplos em que avaliações otimistas sobre riscos subscritos resultaram em crescimento acelerado sucedido de perdas elevadas.

Dada a relevância que os negócios no exterior atingiram para o IRB, buscamos dados para analisar como tem se dado a sua atuação internacional. Dedicamos especial atenção à América Latina, região que a Companhia afirma ser seu foco de expansão e na qual entende ter vantagens competitivas.

*“O foco de expansão é a América Latina, visto que a proximidade geográfica, a experiência nas linhas de negócios mais relevantes, a familiaridade com o idioma e os fatores culturais colocam a Companhia, em seu entendimento, em posição privilegiada para alcançar destaque nestes mercados.”*

Formulário de Referência 2019 do IRB, versão 18

<sup>19</sup> Compound Annual Growth Rate.

Com base em informações reportadas por reguladores e seguradoras de países da região, foi possível mapear a atuação do IRB no Peru, Chile e Argentina, seus três mercados mais relevantes na América do Sul, excluindo o Brasil. A combinação dos negócios que identificamos nesses países nos faz questionar a tese de que o IRB possui vantagem competitiva para operar na região.

### Operação no Peru

No Peru, a *Superintendencia de Banca, Seguros y AFP*, agência reguladora de seguros e resseguros, disponibiliza uma base de dados que permite boa visibilidade sobre os negócios subscritos no país. Por esses dados, sabemos que, nos últimos anos, a quase totalidade dos prêmios de resseguro do IRB no Peru foram cedidos pela seguradora local Rímac. Além disso, a Arthur J. Gallagher tem sido a corretora primordial na colocação dos contratos subscritos pela Companhia.

Prêmios de Resseguro cedidos ao IRB (USD milhões)							
Seguradoras	2016	2017	2018	Brokers	2016	2017	2018
Rímac	38	55	61	Arthur J. Gallagher	35	50	56
Outras seguradoras	4	3	4	Outros	7	8	9
<b>Total</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>Total</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>65</b>

Rímac através da Arthur J. Gallagher			
	2016	2017	2018
Prêmios SISCO	35	50	55
Outros riscos	15	18	17
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>73</b>

Fonte: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

O regulador não divulga a composição dos prêmios ressegurados junto ao IRB especificamente. Entretanto, existe a informação do *mix* dos prêmios cedidos pela seguradora Rímac com intermediação da corretora Arthur J. Gallagher. Cruzando essas informações, constatamos que o principal componente dos prêmios de resseguro do IRB no Peru é o grupo de “Prêmios SISCO”.

Ao investigarmos a natureza dessa linha de negócio, nos deparamos com um contrato altamente competitivo. A sigla SISCO significa *Seguro de Invalidez, Sobrevivencia y Gastos de Sepelio Colectivo*<sup>20</sup>. No Peru, foi implantado um sistema privado de previdência em que os recursos são geridos pelas Administradoras de Fundos de Pensão (AFPs). Com a finalidade de proteger riscos de vida e invalidez, as AFPs participantes do sistema são obrigadas a contratar essa modalidade de seguro SISCO para seus afiliados. Por determinação legal, essa contratação é efetuada pelas AFPs em conjunto mediante licitação pública, realizada a cada dois anos. A licitação mais recente ocorreu em novembro de 2018, quando a Rímac ofertou a segunda taxa mais baixa, garantindo assim 2 dos 6 slots leiloados.

Seguradora	Taxa ofertada	Número de slots arrematados
Pacífico	1,35%	2
Rímac	1,35%	2
La Positiva	1,37%	1
Ohio National	1,37%	1
Protecta	1,38%	-
Interseguro	1,38%	-
Vida Cámara	1,38%	-

Fonte: Asociación de AFP

Pode-se observar que a diferença entre os preços (taxas) ofertados no leilão pelas diferentes seguradoras é pouco significativa. Naturalmente, é de se esperar que um contrato construído dessa maneira tenha uma

<sup>20</sup> Seguro de Invalidez, Sobrevivência e auxílio funeral coletivo.

sinistralidade estruturalmente alta, impressão que pode ser confirmada através de informações apresentadas nas demonstrações financeiras da Rímac. Nos três anos entre 2016 e 2018, a sinistralidade dos prêmios da modalidade SISCO totalizou 97% no acumulado do período.

<b>Prêmios SISCO - Rímac (PEN milhões)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Acumulado desde 2016</b>
<i>Primas de seguros y reaseguros</i>	255	284	308	848
<i>Siniestros relacionados con este riesgo</i>	267	232	320	819
<b>Sinistralidade</b>	<b>105%</b>	<b>82%</b>	<b>104%</b>	<b>97%</b>

Fonte: Rímac

A Rímac, contudo, não retém o risco SISCO. De acordo com suas demonstrações financeiras, a seguradora repassa 100% do prêmio para um painel de resseguradoras, provavelmente remunerando a operação através de uma comissão de resseguro paga pelos seus cessionários.

### **Chile e Argentina**

No Chile, segundo consta na apresentação institucional<sup>21</sup> da Companhia, a atuação do IRB no país se dá pela participação no programa SIS<sup>22</sup>, que é o equivalente chileno do programa SISCO peruano que acabamos de descrever. Esse seguro também é contratado mediante licitação pública, efetuada pelas Administradoras de Fondos de Pensão (AFPs) em conjunto. Novamente, dados das demonstrações financeiras de seguradoras participantes do programa revelam sinistralidade estruturalmente elevada.

Na Argentina, os demonstrativos financeiros da sucursal do IRB no país são públicos, disponibilizados no *website* do regulador local. As DREs dos anos recentes apontam para índices combinados<sup>23</sup> em torno de 100%. Os lucros, gerados integralmente pelo resultado financeiro, decorreram em grande medida de ganhos em ativos dolarizados detidos pela controlada. Com a grande desvalorização do peso argentino, como o resultado da sucursal é auferido na moeda local, esses ativos dolarizados aumentaram de valor em pesos, gerando lucros contábeis.

Ainda assim, os lucros reportados dessa sucursal nos últimos dois anos não foram suficientes para compensar as perdas decorrentes do capital investido no país quando convertido para reais (R\$). Pelo padrão contábil, contudo, os lucros foram reconhecidos na DRE da Companhia, enquanto as perdas, de maior montante, foram reconhecidas diretamente no patrimônio líquido, por transitarem como outros resultados abrangentes.

### **Crescer no exterior é um bom negócio?**

Nos parece que boa parte dos analistas de mercado tem baixa visibilidade sobre os riscos que o IRB subscreve no exterior e como tem se dado essa expansão. As possíveis vantagens competitivas evocadas pela Companhia, como proximidade geográfica, familiaridade com o idioma e fatores culturais, não parecem se aplicar aos casos que encontramos. Em nossa avaliação, é provável que uma eventual continuidade do cenário dos últimos anos, em que os prêmios internacionais responderam pela parcela mais relevante do crescimento, possa causar uma pressão adicional na sinistralidade do IRB.

<sup>21</sup> Apresentação institucional do IRB de agosto de 2019.

<sup>22</sup> *Seguro de Invalidez y Supervivencia*.

<sup>23</sup> O Índice Combinado expressa o percentual do consumo dos prêmios ganhos pelas despesas operacionais com o negócio de seguros (sinistros, despesas de comercialização, despesas administrativas e impostos sobre receita). Quando for acima de 100%, indica um prejuízo de subscrição. E abaixo de 100%, indica um lucro nas operações.

### Reservas e provisionamento

O acompanhamento e entendimento sobre as provisões de uma resseguradora são parte fundamental na análise de empresas dos setores de seguro e resseguro. O analista Michael W. Phillips, do Morgan Stanley<sup>24</sup>, resume muito bem a importância do estudo das reservas.

*“Reserving 101: Why Should Investors Focus on Reserve Analysis?”*

**1) The numbers are large and small changes can have a big impact:** Loss and loss adjustment expense (L&LAE) reserves are the largest liability on the industry’s BS.

**2) Reserve changes directly impact earnings:** Every \$1 increase in reserves lowers pretax earnings by \$1. Income statement incurred losses = Losses paid in year + Change in Reserves during year

**3) Reserving is highly subjective; management judgment comes into play.”**

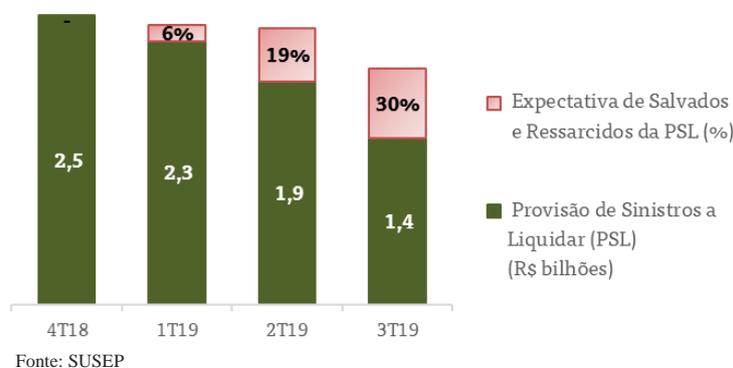
No ano de 2019, em nosso acompanhamento do IRB, há um episódio que julgamos ilustrar muito bem essa subjetividade intrínseca na determinação de reservas: a Companhia passou a constituir expectativa de salvados e ressarcidos da provisão de sinistros a liquidar (PSL). A PSL é a provisão que uma resseguradora constitui para os sinistros que já foram avisados pelas seguradoras cedentes, mas que ainda não foram pagos pela resseguradora.

Salvados e ressarcimentos (S&R) são os dois tipos mais comuns de recuperação para (res)seguradoras. Quando uma seguradora paga um segurado por um sinistro considerado uma perda total, a seguradora adquire os direitos sobre a propriedade danificada. Um salvado representa qualquer quantia que a seguradora possa cobrar da venda do bem danificado. Um ressarcimento se refere ao direito de uma seguradora de recuperar o valor do sinistro segurado junto a um terceiro que tenha sido responsável por causar o dano<sup>25</sup>.

A SUSEP permite que as companhias sob sua regulação constituam estimativas de recebimentos provenientes de salvados e ressarcimentos como um ajuste redutor de sua provisão de sinistros a liquidar. Nesse caso, trata-se de uma expectativa de recebimento futuro de uma compensação por um sinistro que ainda não foi pago. Essa expectativa é uma estimativa atuarial, devendo ser suportada por nota técnica, e calculada com base no histórico de ressarcimentos da (res)seguradora.

Até o fechamento do ano de 2018, segundo informações reportadas pelo IRB para a SUSEP, a Companhia não constituía esse ajuste redutor da PSL, passando a fazê-lo a partir do primeiro trimestre de 2019 (“1T19”). Desde então, o IRB gradativamente aumentou o montante da expectativa de salvados e ressarcimentos, tendo atingido um saldo equivalente a expressivos 30% da PSL retida da Companhia.

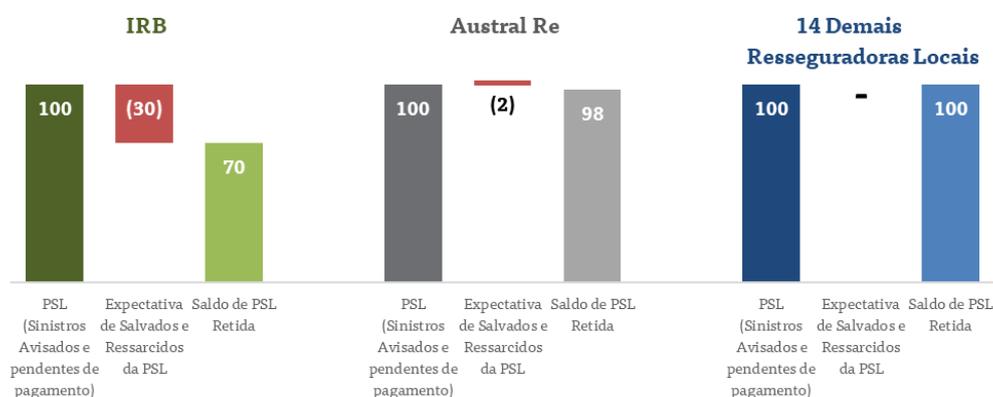
**Composição do saldo de PSL Retida**



<sup>24</sup> Relatório “2018 Reserves: Long-Tailed Lines Continue to Deteriorate”, publicado pelo Morgan Stanley em 17 de abril de 2019.

<sup>25</sup> Definição adaptada de “Estimating Unpaid Claims Using Basic Techniques”, Jacqueline Friedland.

Cabe destacar que a PSL é a provisão para pagamento de sinistros de montante mais relevante nas resseguradoras, incluindo o IRB. Para efeito de comparação, entre as outras resseguradoras locais, apenas uma (Austral Re) atualmente reconhece expectativa de salvados e ressarcidos, computando um saldo equivalente a 2% de sua PSL retida, enquanto as demais 14 resseguradoras locais não constituem esse ajuste reductor de provisões.



Fonte: SUSEP

No ano de 2019, o reconhecimento da expectativa de salvados e ressarcidos da PSL gerou ganhos extraordinários no resultado do IRB no momento de suas constituições, similares à ativação de um direito que previamente estava *off-balance*. Estimamos ganho *one-off* de aproximadamente R\$ 605 milhões, sendo apenas esse reconhecimento responsável por 44% do lucro antes de imposto de renda (LAIR) do IRB nos primeiros nove meses de 2019. Como consequência, unicamente esse efeito reduziu a sinistralidade reportada pela Companhia no período em 15 pontos percentuais. Apesar da contribuição fundamental que teve para o resultado corrente, encontramos menção a essa constituição apenas através da base de dados da SUSEP.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

### Triângulo de desenvolvimento de sinistros e sinistralidade por ano de subscrição

Nas notas explicativas das demonstrações financeiras do IRB, temos acesso à evolução de prêmios ganhos e sinistros por ano de subscrição dos contratos, divulgados através de um formato comumente denominado como triângulo de desenvolvimento de sinistros (“Triângulo”). Com as informações disponíveis no Triângulo, é possível calcular a sinistralidade estimada para os prêmios ganhos relativos a cada ano de subscrição individualmente.

Pelo critério adotado no Triângulo, os riscos são classificados de acordo com o ano em que cada contrato foi subscrito pelo ressegurador. Essa forma de contabilização acarreta reconhecimento de prêmios e sinistros de uma safra de contratos ao longo de um tempo razoavelmente extenso. Um contrato assinado entre seguradora e resseguradora com início de vigência no último trimestre de 2016, por exemplo, pode resultar em emissão de apólice de seguro apenas em 2017, com a maior parte do prêmio ganho reconhecido em 2018, sinistro avisado no fim de 2018 e pagamento efetuado no ano de 2019. Nesse exemplo, todo o desenvolvimento dos prêmios e sinistros é contabilizado como pertencente à safra de 2016, ano de subscrição do contrato de resseguro.

	(R\$ bilhões) Ano de subscrição dos contratos					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sinistros pagos						
No ano	0,05	0,1	0,1	0,1	0,04	0,04
1 ano depois	0,5	0,7	1,0	0,9	1,3	
2 anos depois	1,0	1,5	2,1	2,2		
3 anos depois	1,0	1,7	2,8			
4 anos depois	1,1	1,8				
5 anos depois	1,2					

Fonte: IRB

No Relatório de Análise e em um apêndice dedicado, fazemos considerações adicionais sobre o cálculo da sinistralidade usando o triângulo de desenvolvimento. Como a divulgação de prêmios e sinistros no triângulo

de desenvolvimento não segue padrão rigorosamente idêntico ao das receitas de prêmios ganhos e despesas com sinistros na DRE, todas as sinistralidades apresentadas nesta seção, ainda que sejam calculadas com base exclusivamente em números reportados pela Companhia, devem ser interpretadas como números aproximados.

*“Any shareholder in a company with important interests in the property/casualty insurance business should have some understanding of the weaknesses inherent in the reporting of current earnings in that industry. Phil Graham, when publisher of the Washington Post, described the daily newspaper as “a first rough draft of history”. Unfortunately, the financial statements of a property/casualty insurer provide, at best, only a first rough draft of earnings and financial condition.*

*The determination of costs is the main problem. Most of an insurer’s costs result from losses on claims, and many of the losses that should be charged against the current year’s revenue are exceptionally difficult to estimate. (...)*

*Such revisions may be long delayed, but eventually any estimate of losses that causes the income for year X to be misstated must be corrected, whether it is in year X + 1, or X + 10. This, perforce, means that earnings in the year of correction also are misstated. (...)*

*The necessarily-extensive use of estimates in assembling the figures that appear in such deceptively precise form in the income statement of property/casualty companies means that some error must seep in, no matter how proper the intentions of management.”*

Warren Buffett, 1984 Berkshire Hathaway Letter to Shareholders

Como já destacamos neste documento, uma sinistralidade significativamente mais baixa que a de outras resseguradoras é a principal razão para os retornos excepcionais atingidos pelo IRB nos últimos anos. Desde o início de 2017, a sinistralidade gerencial reportada pela Companhia em seus *earnings releases* foi de 56% no acumulado do período. Para contrapor os números da DRE com aqueles divulgados no Triângulo, entendemos como mais adequado considerar o critério contábil e antes da receita de salvados e ressarcidos, chegando a uma sinistralidade comparável de 60%.

No entanto, para a totalidade dos contratos assinados a partir de 2014, a sinistralidade atualmente estimada pelo IRB é de 69%, significativamente mais alta.

<b>Prêmios e Sinistros Retidos por Ano de Subscrição (R\$ bilhões)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Acumulado Safras 2014-19</b>
<b>Prêmios Ganhos</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>1,1</b>	<b>17,6</b>
Sinistros Pagos	1,2	1,8	2,8	2,2	1,3	0,04	9,3
Provisões de Sinistros	0,1	0,1	0,3	0,7	1,2	0,3	2,8
<b>Sinistros estimados totais</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>0,3</b>	<b>12,1</b>
<b>Sinistralidade estimada total</b>	<b>56%</b>	<b>66%</b>	<b>77%</b>	<b>83%</b>	<b>68%</b>	<b>30%</b>	<b>69%</b>

Fonte: IRB

Quando observamos o desenvolvimento de prêmios e sinistros, os contratos de anos de subscrição recentes tiveram uma deterioração aguda nos primeiros nove meses de 2019. Quando consideramos apenas os anos de subscrição de 2016, 2017 e 2018, responsáveis pela maior parte dos prêmios ganhos pelo IRB desde sua abertura de capital, a expectativa da Companhia em relação ao seu desempenho se revelou significativa e seguidamente otimista. Após estimar inicialmente em 61% a sinistralidade dos prêmios ganhos relativos a essas safras no fim de 2018, vimos revisões consecutivas para cima até se atingir uma sinistralidade estimada de 76% no terceiro trimestre de 2019.

Sinistralidade estimada por Ano de Subscrição	2016	2017	2018	Acumulado das Safras 2016-18
Estimada em 31/dez/2018	69%	57%	51%	61%
Estimada em 31/mar/2019	69%	67%	57%	65%
Estimada em 30/jun/2019	77%	77%	58%	72%
Estimada em 30/set/2019	77%	83%	68%	76%

Fonte: IRB

De forma aparentemente antagônica com a deterioração dos negócios apontadas na tabela acima, a sinistralidade reportada pelo IRB em sua DRE se manteve baixa nos 9M19 e os lucros foram recordes. As informações contábeis indicam que uma avaliação otimista quanto a riscos em fase muito inicial e um montante expressivo de reversões de “provisões antigas” (de anos anteriores a 2014) compensaram o alto volume de pagamento de sinistros.

*“In a given year, it is possible for an insurer to show almost any profit number it wishes, particularly if it (1) writes “long-tail” business (coverage where current costs can be only estimated, because claim payments are long delayed), (2) has been adequately reserved in the past, or (3) is growing very rapidly.”*

Warren Buffett, 1982 Berkshire Hathaway Letter to Shareholders

Mesmo considerando as deteriorações consecutivas expostas na tabela anterior, o IRB projeta um resultado substancialmente melhor para os seus contratos recém-subscritos.

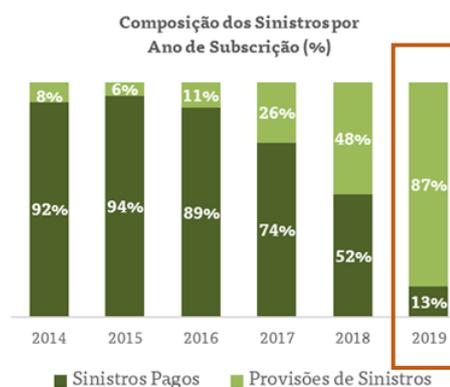


Fonte: IRB

Pela figura acima, podemos notar que a sinistralidade estimada para os prêmios ganhos do ano de subscrição de 2019 é de apenas 30%, ou seja, de menos da metade do valor atualmente projetado para seus contratos referentes aos anos imediatamente anteriores.

No caso desses contratos do ano de 2019, o volume de sinistros pagos ainda é ínfimo, de forma que a sinistralidade estimada é composta quase integralmente pelas provisões constituídas pela Companhia. Na nossa avaliação, estimar sinistralidade muito inferior para o ano de subscrição mais recente e, portanto, menos desenvolvido é um ponto de atenção, tendo em vista o forte crescimento de prêmios do IRB.

Acreditamos ser provável que, com o passar do tempo e o efetivo pagamento dos sinistros, essa avaliação favorável sobre os prêmios ganhos dos contratos de 2019 acabe por ser reavaliada e a sinistralidade desse ano de subscrição se revele mais próxima ao histórico dos anos anteriores. Caso a Companhia tivesse



Fonte: IRB

estimado uma sinistralidade semelhante ao seu melhor desempenho dentre os últimos cinco anos de subscrição (56%, em 2014), ainda seria necessária uma maior constituição de provisões para sinistros ainda não avisados (IBNR), gerando um impacto negativo de aproximadamente R\$ 292 milhões nas despesas de sinistros, montante equivalente a 21% do LAIR do IRB nos primeiros nove meses de 2019.

Ademais, as informações contábeis indicam que montantes expressivos de reversões de provisões de anos anteriores a 2014 também contribuíram para compensar o alto volume de despesas e pagamentos de sinistros em 2019. O saldo das provisões de anos de subscrição anteriores a 2014 se reduziu em R\$ 1,5 bilhão entre o final de 2018 e o terceiro trimestre de 2019, de acordo com o informado na nota explicativa do desenvolvimento dos prêmios e sinistros da Companhia.

Em empresas de resseguro, reavaliações de reservas impactam diretamente o lucro antes de impostos das empresas, alterando de forma significativa os resultados correntes. Por essa razão, as principais resseguradoras globais entendem ser importante divulgar o impacto gerado pela reavaliação de reservas nos resultados correntes, informando o componente de *prior year developments* ou *reserve releases* na composição de suas despesas com sinistros.

No caso do IRB, que não fornece a informação de *prior year developments* em seus comentários de desempenho, as reservas dos anos de subscrição anteriores a 2014 são relacionadas a contratos de seis anos ou mais, originados na época de empresa estatal, antes do início da nova gestão.

Acreditamos que a baixa sinistralidade observada nos resultados recentes do IRB não condiz com a performance de seus contratos quando segregados por ano de subscrição. Resultados correntes parecem ter sido beneficiados por grande volume de reversão de provisões oriundos de contratos anteriores ao início da atual gestão e por uma avaliação otimista dos contratos recém-subscritos.

Enquanto a expectativa dos analistas *sell-side* para a sinistralidade do IRB nos próximos anos é que ela se mantenha em torno do nível observado nas demonstrações de resultado recentes, a sinistralidade calculada por anos de subscrição sugere números maiores.



Fonte: IRB

As despesas com sinistros são o principal custo de uma resseguradora. Em bases sustentáveis e recorrentes, entendemos que a sinistralidade do IRB em suas demonstrações contábeis deverá ser próxima àquela verificada na análise por safras e, portanto, significativamente superior à observada nos resultados recentes.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

### Recebíveis, Provisão de Prêmios não Ganhos e acúmulo de “prêmios ganhos não caixa”

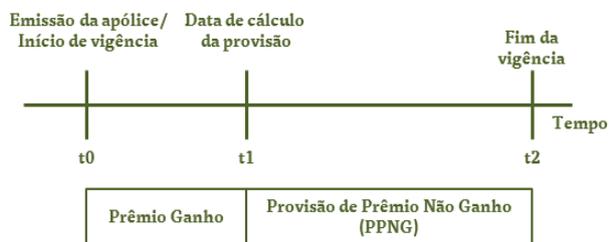
Quando apresentamos as características do IRB que divergem daquelas tipicamente observadas em empresas de resseguro, expusemos como o *float* da Companhia caiu nos últimos anos, a despeito do forte crescimento de prêmios. No tópico anterior, abordamos a redução das provisões para pagamentos de sinistros, que é uma das razões que explicam tal comportamento.



Entretanto, há também outro motivo digno de menção. O IRB experimentou aumentos sequenciais dos seus recebíveis, que se expandiram de forma mais acelerada que a verificada nos prêmios, evidenciando um aumento em seus prazos de recebimento.

Ao constatar esse panorama, analisamos, então, como os recebíveis se comportaram em relação às Provisões de Prêmios não Ganhos (PPNG).

O prêmio não ganho é aquele correspondente ao período remanescente de vigência de uma apólice de seguro. Dessa forma, a PPNG tem como função diferir o reconhecimento de receita ao longo de todo o período de vigência do risco. Em um contrato padrão com duração de um ano, no momento de emissão de uma apólice de seguro, seu valor é contabilizado integralmente como prêmio emitido e 100% provisionado como PPNG. A partir do início da vigência de contrato, a PPNG é revertida diariamente, de forma linear, na razão de 1/365. Seguindo esse procedimento, o prêmio recebido pela seguradora é reconhecido como receita (prêmio ganho) na DRE *pari passu* com o período de vigência do risco.



A comparação dos recebíveis com a PPNG é, portanto, bastante natural, pois o recebível mede quanto do prêmio emitido pela Companhia ainda vai ser recebido (regime caixa) e a PPNG, quanto do prêmio emitido ainda vai ser ganho (regime competência).

**Prêmios a receber e PPNG Retida (R\$ bilhões)**



Fonte: Squadra, IRB, SUSEP

Essa análise mostra que, para o IRB, a velocidade de recebimento do caixa referente aos prêmios tem se tornado mais lenta, o que não ocorreu com a velocidade de reconhecimento do prêmio como receita. Ao compararmos a diferença entre os saldos retidos de recebíveis e de PPNG, podemos dizer que o IRB acumulou um saldo de “prêmios ganhos não caixa” de R\$ 1,3 bilhão. São prêmios que já foram reconhecidos como receita nos resultados (transitaram como prêmios ganhos na DRE), porém ainda não foram embolsados pela Companhia.

Ao final desta carta, formulamos um apêndice em que comparamos o comportamento de *float*, provisões e recebíveis verificado no IRB e em seus pares sediados no Brasil. Nas demais resseguradoras locais, o incremento do *float* acompanhou o crescimento dos negócios, não se observaram queda de provisões de sinistros e nem expansão de recebíveis acima da PPNG. Concluimos, assim, que o padrão observado no IRB se configura como um quadro particular, e não como um aspecto característico do mercado de resseguros brasileiro.

### A relação entre décadas de história e os ganhos não recorrentes

No dia 3 de abril de 2019, o IRB completou 80 anos de uma história permeada por muitos eventos interessantes. Em seguida, elencamos alguns que julgamos pertinentes destacar:

- Em 1975, foi constituída uma filial em Londres para subscrever riscos internacionais. Após poucos anos e resultados desastrosos, a operação foi colocada em *run-off* nos anos 1980. Sinistros decorrentes dessa incursão no exterior estão sendo pagos até hoje, mais de 40 anos depois.
- Em 1977, a exemplo de muitas estatais, o IRB constituiu uma entidade fechada de previdência complementar, a PREVIRB, responsável por administrar os planos de benefício definido de seus funcionários.
- Entre 1989 e 1991, o IRB adquiriu participações em 11 shopping centers de algumas das administradoras de empreendimentos líderes no setor.
- Em 1995, o Banco Central decretou a intervenção no Banco Econômico, um dos bancos privados mais antigos do Brasil. Naquele momento, o IRB possuía em torno de US\$ 100 milhões em depósitos na instituição, que ficaram retidos no processo de liquidação da massa falida.

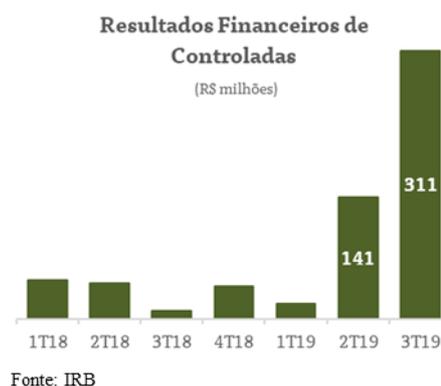
Todos esses fatos datam de 25 anos ou mais. Porém, curiosamente, remarcações de ativos decorrentes de cada um desses eventos geraram ganhos *one-off* importantes para o IRB nos últimos anos e em especial no exercício de 2019. A seguir, abordamos resumidamente como esses eventos históricos repercutem nos resultados contemporâneos.

### **Resultado Financeiro: Ganhos de capital com ativos adquiridos há mais de 20 anos**

Entre o fim dos anos 1980 e início dos anos 90, visando diversificar suas aplicações financeiras, o então estatal Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) adquiriu participações minoritárias em 11 shopping centers administrados por algumas das principais empresas do setor e espalhados por diversas cidades importantes do país. Passados cerca de 30 anos, pelo que se depreende de comunicados ao mercado de empresas e fundos imobiliários, o IRB realizou a venda da maior parte desse portfólio de shoppings no ano de 2019.

As fortes receitas financeiras no segundo e terceiro trimestres de 2019 foram majoritariamente explicadas por remarcações e ganhos de capital decorrentes dessas participações. A figura ao lado ilustra a elevada magnitude dos resultados financeiros das subsidiárias controladas pelo IRB nos últimos trimestres, sendo que tais resultados foram concentrados na subsidiária detentora de ativos imobiliários.

No 2T19, o IRB reconheceu o ganho de capital decorrente da venda da participação no Minas Shopping, concretizada através de escritura pública de compra e venda assinada em 10 de julho de 2019. No 3T19, parte do portfólio remanescente teve seu valor remarcado para cima, provavelmente em função de negociações e memorandos de entendimento em andamento.



Essas participações em shoppings adquiridas pelo IRB entre 1989 e 1991, segundo o Tribunal de Contas da União (TCU), foram resultado de investimentos de aproximadamente US\$ 132 milhões nas taxas de câmbio então vigentes, o que representa aproximadamente US\$ 261 milhões em valores atuais<sup>26</sup>. Em dólares e em termos reais, o ganho de capital obtido não foi fantástico, tendo alcançado pouco menos de 50% em um intervalo de 30 anos, o que corresponde a uma taxa anualizada de cerca de 1,4%. Evidentemente, ganho de capital não é sinônimo

<sup>26</sup> As cifras foram trazidas a valores atuais pelo Índice de Preços ao Consumidor dos EUA (*Consumer Price Index – CPI*).

de retorno, visto que os shoppings geraram rendimentos e demandaram reinvestimentos ao longo do tempo, os quais não temos informações suficientes para estimar.

Ainda que o ganho de capital com esse investimento pareça relativamente modesto, o valor contábil desses ativos se encontrava largamente defasado em relação a seus valores de mercado, por consequência principalmente do longo período transcorrido em um país com taxas de inflação como as do Brasil. Os ganhos de capital, ao serem reconhecidos integralmente em um único exercício e em cima de uma base de ativos depreciada, geram lucros relevantes para os resultados correntes. Considerando os resultados obtidos tanto no 2T19 como no 3T19, estimamos, de forma conservadora, uma contribuição positiva de R\$ 323 milhões no resultado dos nove primeiros meses de 2019, o equivalente a 23% do LAIR dos 9M19.

Anteriormente à venda do portfólio de shoppings, outro episódio ilustra a ocorrência de ganhos advindos desses ativos históricos. Em 2017, nos primeiros resultados após o IPO, foram reconhecidos ganhos com remarcações e a posterior venda de *time deposits* retidos na massa falida do Banco Econômico para fundos dedicados a *distressed assets*. No ano de 1995, quando o Banco Econômico foi alvo de intervenção decretada pelo Banco Central, títulos com valor superior a US\$ 100 milhões eram detidos pelo IRB. Os *time deposits* foram 100% provisionados em 1996 e permaneceram nessa condição, marcados a zero, por 20 anos no balanço patrimonial da Companhia.

### Despesas Administrativas: Reserva Especial de superávit da PREVIRB

Em 1977, o IRB constituiu a PREVIRB, uma entidade fechada de previdência complementar para administrar os planos de aposentadoria de seus empregados.

Devido ao bom rendimento recente dos fundos administrados pela PREVIRB, a despesa de pessoal do IRB vem sendo reduzida pelo reconhecimento de reserva especial de superávit.

Esse resultado reconhecido é proveniente majoritariamente de fundos ligados aos seus ex-funcionários da época de estatal, visto que o plano de benefício definido que concentra o superávit era formado por 9 participantes ativos e 1.225 assistidos no final de 2018 (último relatório anual disponível).

Como o reconhecimento da reserva especial de superávit tem ocorrido nos meses de encerramento de trimestre, a despesa de pessoal resultante do IRB fica reduzida nesses meses, destacados em verde no gráfico ao lado. Nos meses de dezembro de 2018 e setembro de 2019, em razão do maior volume de constituição da reserva especial de superávit, a “despesa de pessoal” acabou se tornando uma receita positiva na DRE da Companhia.



Em sua apresentação institucional, a Companhia destaca a “Forte eficiência” no slide de “Visão Geral do IRB”.

Forte eficiência - despesas administrativas caíram de 10,4% do prêmio ganho em 2014 para 4,8% em 2018 (4,4% no 9M19).

Fonte: Apresentação institucional de novembro de 2019.

Entretanto, sem essa ativação da reserva especial de superávit, que depende de desempenho financeiro acima da meta atuarial para os fundos patrocinados, a despesa administrativa divulgada pela Companhia no *earnings release* teria sido 50% maior em 2018 e 34% maior nos primeiros nove meses de 2019.

---

## Imposto de Renda: Ativação de créditos tributários de prejuízos acumulados em controlada no exterior

Em 1975, o IRB constituiu uma filial em Londres para subscrever riscos internacionais. Após apresentar prejuízos vultosos, ela foi colocada em *run-off* ainda na década de 1980. Na época, as perdas dessa sucursal tiveram repercussão pública, sendo objeto de reportagem no então tradicional Jornal do Brasil e de investigação pelo TCU.

Depois de permanecer em *run-off* por mais de 30 anos, no segundo semestre de 2018, a sucursal londrina foi reclassificada para “em processo de retomada com o objetivo de ampliação de negócios com a base de clientes na Europa e Ásia.” Concomitantemente, o IRB passou a constituir créditos tributários decorrentes de prejuízos acumulados no exterior, gerando ganhos nos resultados correntes ao reduzir seu imposto de renda no critério contábil. A ativação de créditos tributários *off-balance* contribuiu de forma relevante para o resultado do último trimestre de 2018 e entendemos que seguiu reduzindo a alíquota de imposto de renda no ano de 2019. Como o IRB subscreve seus riscos internacionais majoritariamente a partir de sua matriz no Brasil e possui filiais apenas na Argentina e na Inglaterra, nos parece que essas ativações estão ligadas à sucursal de Londres. A filial argentina iniciou operações somente em 2011, possui porte relativamente reduzido e não apresenta histórico de prejuízos sucessivos acumulados.

Pelas informações disponíveis, não temos como precisar o estoque de créditos tributários *off-balance* ainda passíveis de serem reconhecidos. Porém, sabemos que os prejuízos foram grandes e na casa da centena de milhões de dólares. Como os resultados foram auferidos em “moeda forte” (libra esterlina), os créditos decorrentes dos prejuízos preservaram parte importante do seu valor.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Todos os investimentos são sujeitos a riscos, sendo os principais aqueles decorrentes de erros de avaliação. Investimentos *short* ainda carregam riscos adicionais ligados à execução, dependente de condições como disponibilidade de ações para empréstimo e taxas de aluguel.

Quando pensamos nas questões específicas da análise, os riscos que enxergamos como mais significativos estão ligados ao alto crescimento apresentado pelo IRB. Pela natureza do resseguro, esse não é um negócio difícil de apresentar crescimento, principalmente no exterior, em que o *market share* do IRB é pequeno sob uma ótica global. Ainda que sejamos da opinião de que os negócios subscritos pelo IRB no exterior, ou pelo menos aqueles que conseguimos identificar, não pareçam capazes de trazer retornos superiores, o ciclo longo do setor pode requerer anos até que se conheça a real performance de tais negócios. Além disso, temos consciência de que atualmente o IRB possui uma moeda valiosa em mãos, visto que suas ações negociam a 9,6x seu valor patrimonial em comparação a valores próximos a 1,2x para resseguradoras globais.

Mesmo levando em conta os riscos, nossa avaliação do IRB aponta para provavelmente a maior disparidade entre preço e valor de todos os investimentos que temos em nosso portfólio atual. Não acreditamos que o IRB tenha concebido um modelo revolucionário no setor de (res)seguro. Não somos capazes de identificar vantagens competitivas relevantes e sustentáveis que justifiquem a geração de retorno excepcional. Acreditamos ter identificado, sim, ganhos extraordinários, grande parte deles não caixa e com origem em circunstâncias que remontam aos tempos de estatal. Ganhos esses que foram muito representativos para a geração de lucros elevados e com volatilidade surpreendentemente baixa. Em nossa opinião, os resultados reportados nos anos recentes não refletem o *earnings power* da Companhia e, sendo assim, o negócio do IRB é muito menos rentável do que se depreende do mero resultado contábil.

Pelas razões expostas nesta carta, temos uma posição vendida relevante em ações do IRB. Ao longo do tempo, consideramos que esse investimento pode gerar ganhos importantes para a estratégia *short* do nosso fundo Squadra Long-Biased.

Aos que se interessaram por esta análise e desejarem esclarecimentos adicionais, seja das fontes de dados, cálculos realizados ou detalhamento técnicos, reforçamos a importância da leitura do Relatório de Análise completo, bem como de seus apêndices. Ele se inicia com um sumário executivo, que resume o seu conteúdo, seguido pelas conclusões da resposta enviada pelo IRB à Squadra em 26 de novembro de 2019 e posteriormente pelos diversos temas abordados, os quais estão organizados em capítulos e seções.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

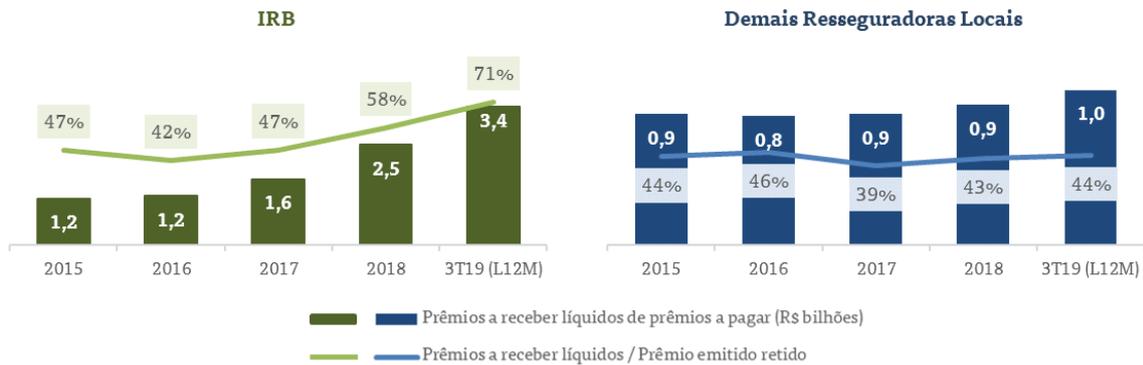
Gostaríamos de agradecer aos senhores cotistas pela confiança de sempre. Pensamos e evoluímos a Squadra de forma a continuar a merecê-la. Estamos à disposição para maiores esclarecimentos em relação aos assuntos desta carta e quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra



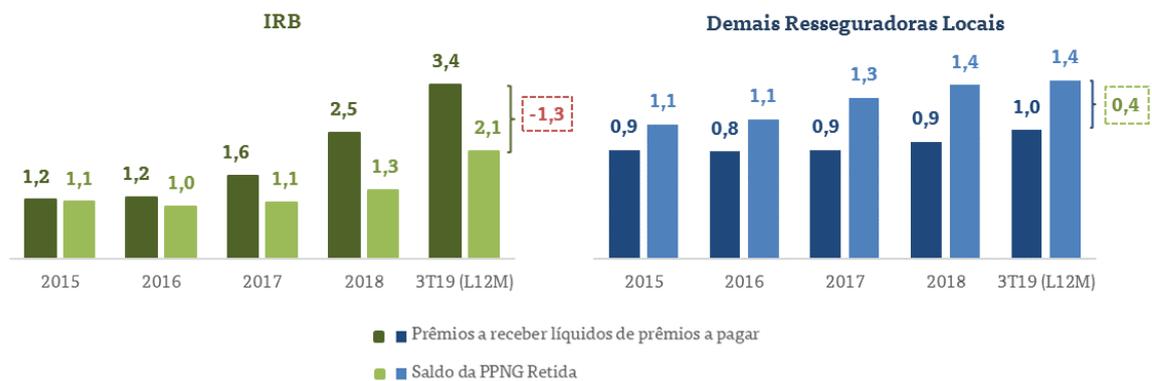
### Prêmios a receber (% dos Prêmios Retidos)



Fonte: Squadra, IRB, SUSEP

\*\*\*

### Demais Resseguradoras Locais - Prêmios a receber e PPNG Retida (RS bilhões)



Fonte: Squadra, IRB, SUSEP

Nas demais resseguradoras locais, diferentemente do observado no IRB, o incremento do *float* acompanhou o crescimento dos negócios e não se observou queda das provisões de sinistros. Os recebíveis mantiveram relação estável tanto em comparação aos prêmios quanto à Provisão de Prêmios não Ganhos (PPNG), não havendo acúmulo de “prêmios ganhos não caixa”. Concluímos, assim, que o comportamento observado no IRB se configura como um quadro particular da Companhia, e não como um aspecto característico do mercado de resseguros brasileiro.