



## Pacífico AÇÕES

O fundo Pacífico Ações FIQ FIA apresentou no segundo trimestre de 2013 um retorno negativo de 8,9%, enquanto o Ibovespa teve variação de -15,8%. Desde seu início, a rentabilidade é de +21,6%, enquanto o Ibovespa apresenta queda de 9,3%.

O fundo possui hoje investimentos em 21 empresas, com a maior posição em torno de 7,5%. Os maiores setores nos quais estamos investindo são serviços financeiros, imobiliário e consumo.

Nosso novo investimento mais relevante foi na Cyrela. A empresa passa por um processo de estabilização desde 2010, após anos de forte crescimento que acabaram por comprometer a rentabilidade da companhia. A Cyrela sofreu em menor escala com os problemas que afetaram as grandes empresas do setor, como a expansão geográfica desordenada e o não controle de obras geridas por parceiros. Após tomar atitudes saneadoras antes de seus concorrentes, a empresa já mostra resultados satisfatórios, e prevemos margens e retornos ainda melhores nos próximos trimestres.

Além disso, aumentamos nossa posição em Itaú aproveitando a queda em suas ações. Vemos com bons olhos as medidas recentes tomadas pela equipe para corrigir os erros do passado, especialmente na concessão de crédito e no controle de custos, o que provavelmente levará à manutenção dos seus níveis de retorno sobre o patrimônio próximos aos atuais.

Entre as posições encerradas, destacamos a Copel e a Embraer. A Copel é uma das empresas mais baratas de nosso universo de investimento, mas as decisões governamentais tomadas em resposta ao atual momento político nos deixam receosos de investir em concessionárias de serviços públicos e estatais. Nossa opinião sobre a Embraer, exposta no comentário do 1º trimestre, permanece a mesma, mas a alta significativa em suas ações deixa um espaço muito limitado para ganhos subsequentes. Com a queda generalizada nas ações brasileiras, vemos melhores opções de investimento em outras ações.



Abordaremos neste Relatório Trimestral de Gestão nosso investimento em BM&FBOVESPA (BVMF). Mais especificamente, faremos uma análise do posicionamento competitivo da companhia, o maior alicerce de nossa tese de investimento, para em seguida realizar uma breve descrição das características da empresa que consideramos mais relevantes. O momento nos pareceu propício para discutir o tema com a divulgação pela CVM de um edital de audiência pública para discutir a concorrência entre plataformas de negociação e o pedido pela Americas TradingSystem Brasil (ATS) de uma licença de bolsa junto à entidade.

A BVMF foi criada pela união entre a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), bolsa de derivativos, e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), bolsa de ações, em maio de 2008. Se, por um lado, a fusão trouxe o desafio de integrar duas empresas com sistemas, processos e culturas diferentes, por outro possibilitou o surgimento de uma bolsa com perspectivas de crescimento menos voláteis por diversificação, ainda que imperfeita, de receitas entre os dois mercados. É claro que isso não deixa a BVMF imune a momentos difíceis do mercado de capitais brasileiro, mas proporciona alguma resiliência ao faturamento da companhia. Isso ocorreu, por exemplo, nos últimos anos, quando as receitas da BM&F demonstraram um crescimento mais consistente do que aquelas da Bovespa.

Outra vantagem da fusão será a oportunidade de unificar as infraestruturas de negociação e pós-negociação (compensação e liquidação) das duas bolsas originais. Com isso, além da natural simplificação de processos – representando reduções de custos para participantes e para a própria bolsa – a BVMF será ainda mais diferenciada de eventuais concorrentes ao possuir um *pool* único de garantias nos mercados e permitir o *netting*<sup>1</sup> de riscos de investidores. Isso deverá desestimular que os atuantes em múltiplos mercados levem seus negócios para outra bolsa.

Independentemente dos benefícios da fusão, a BVMF possui como importante vantagem competitiva seu modelo verticalizado, provendo os serviços de negociação, contraparte central, liquidação e depositária. A necessidade de uma bolsa concorrente ter que reproduzir boa parte dessa infraestrutura – como exigido hoje na regulação brasileira – é uma barreira relevante nos mercados em que a companhia atua, tendo em vista que poucas bolsas no mundo possuem esse know-how e que isso aumenta o capital empregado pelo novo entrante. Como agravante, particularidades do mercado brasileiro aumentam a complexidade da empreitada, como: identificação do beneficiário final, controle de crédito pré-negociação, regras de leilão, proibição de negociação simultânea de ações em bolsa e em mercados de balcão e de ambientes de negociação alternativos, como *dark pools*.

Além disso, por construção, a BVMF está protegida de algumas tendências regulatórias globais. Tanto na Europa quanto nos EUA é muito discutida a valorização da atuação de *clearings* e

---

<sup>1</sup> O termo pode ser empregado em diferentes contextos, mas aqui será considerado como “consolidação dos direitos e das obrigações dos participantes das diferentes câmaras”.



contrapartes centrais (CCP)<sup>2</sup>, como uma forma de aumentar a transparência e reduzir o risco sistêmico em mercados de capitais. Nesse sentido, a migração de negócios de mercados de balcão para bolsas tem sido incentivada e é esperado, por exemplo, um forte crescimento de volumes em mercados futuros de *swaps* (*futurization*). Foi tendo isso em vista que a *London Stock Exchange* adquiriu a *clearing* LCH.Clearnet, e a NYSE Euronext cogitava construir sua própria CCP, antes de ser adquirida pela ICE.

Outro risco regulatório que teria um reduzido impacto sobre a BVMF quando comparado a outras bolsas é o de restrições a *High Frequency Traders* (HFTs). Se, por um lado, o aumento de participação desse tipo de investidor no mercado é um forte estímulo de crescimento – ao custo de margens menores para a BVMF, diga-se de passagem – por outro, a baixa exposição da BVMF a eles, menos de 10% de seus volumes, acarreta em uma baixa exposição das suas receitas da Companhia a restrições regulatórias a esses investidores. Isso foi feito na Alemanha – onde 40% dos volumes seria devido a HFTs – e é cogitado em outros países<sup>3</sup>. Finalmente, ainda não foi discutido no Brasil a imposição de uma taxa sobre transações no mercado de capitais – como já implementado na França e na Itália e pode ser no resto da Europa em 2014.

Retornando ao mercado brasileiro, mas ainda tratando do ambiente regulatório, percebemos alguns marcos importantes em pouco mais de dez anos<sup>4</sup>. Por isso, não surpreende que nos últimos anos o debate quanto à competição no mercado brasileiro de bolsas tenha se intensificado. É nesse contexto que a CVM encomendou em 2011 à consultoria inglesa Oxera um estudo abordando a eficiência do mercado brasileiro frente a outros modelos de mercado, inclusive aqueles de competição mais acirrada.

Apesar do que esperavam os investidores mais céticos com BVMF, muitas conclusões do relatório – entregue em junho de 2012 – e do debate sobre ele – conforme audiência pública realizada pela CVM no mesmo ano – foram positivas à Companhia. Para a Oxera, os custos de negociação na Bovespa não se destacam em relação a outros mercados, ainda mais considerando a menor escala do mercado brasileiro. Quanto aos mesmos custos combinados com aqueles de pós-negociação, a consultoria conclui que o mercado brasileiro é mais oneroso – uma assertiva questionável quando a melhor comparação de preços realizada foi com as bolsas do Reino Unido (LSE) e da Alemanha (Deutsche Boerse), de dimensões muito maiores. Além disso, ao comentar sobre novos arranjos para o mercado brasileiro de bolsas, a Oxera destaca as significativas barreiras de entrada existentes no caso de um novo entrante competir no modelo verticalizado com a BVMF. Dessa forma, parece sugerir que o melhor modelo de competição, se adotado, seria o de *open-access* de plataformas de negociação concorrentes à

---

<sup>2</sup> Contraparte Central (CCP): entidade que se interpõe entre as operações ou contratos, tornando-se garantidora de todos os negócios. Cabe ressaltar que ainda não é evidente a redução de risco pela concentração de negócios em CCP's, que podem ser consideradas a nova versão de instituições *too big to fail*.

<sup>3</sup> <http://www.reuters.com/article/2013/03/22/germany-trading-idUSL6N0CE9PL20130322>

<sup>4</sup> Como a Lei 10.214 de 2001, que cria o Sistema de Pagamentos do Brasil e as câmaras de compensação e liquidação – além de resoluções e circulares correlatas do BC – a instrução CVM 461 de 2007 que disciplina os mercados de valores mobiliários e as entidades administradoras de mercado e, potencialmente em 2013, uma nova instrução CVM para disciplinar depositárias, custodiantes e escrituradores (alvo de audiência pública em 26/08/2013).



CCP da BVMF. Vale ressaltar que as receitas da BVMF com taxas de negociação no mercado à vista representam hoje cerca de 10% de sua receita total.

Na audiência pública organizada pela CVM novamente foi possível verificar um viés favorável à BVMF<sup>5</sup>. Além de uma bem fundamentada crítica da Companhia ao estudo – em forma de apresentação disponível no site de RI – foram emblemáticas as opiniões reveladas pela então presidente em exercício da CVM, Maria Helena Santana, e participantes do mercado (corretores). A maioria se mostrou receosa dos investimentos necessários para se conectarem a uma nova bolsa, após muito terem investido nos últimos anos sem necessariamente terem obtido um retorno satisfatório devido à acirrada concorrência nesse segmento. Já a ex-presidente da CVM deixou claro que a promoção de concorrência no setor não é uma prioridade do regulador, mas sim a integridade do mercado e que, por isso, não abdicaria de algumas características nacionais, como a identificação do beneficiário final e a transparência pré e pós-negociação. Além disso, reconheceu que, ainda que uma maior competição possa trazer menores custos para o investidor final, essa discussão é mais complexa no Brasil do que em outros países, devido ao nosso modelo verticalizado e que a concorrência entre *clearings* deve ser analisada com cuidado por ter repercussão sistêmica. Em suma, acreditamos que esse *round* teve vitória da BVMF.

Considerando o debate ocorrido em 2012, não foi surpreendente que em 13 de junho de 2013 a CVM tenha divulgado um edital de audiência pública visando discutir opções regulatórias associadas à concorrência entre ambientes de negociação, como ajustes ao regime de *best execution* por corretores, a consolidação de dados pré e pós-negociação e a possibilidade de mudanças na estrutura atual de autorregulação. As indagações realizadas pela autarquia foram bastante coerentes com o tom do evento de 2012 e demonstram um regulador preocupado não só em desenvolver um melhor arcabouço regulatório como também em analisar os *trade-offs* inerentes, como maiores custos regulatórios e os desafios/custos de intermediários. Novamente encaramos, como acionistas de BM&FBOVESPA, positivamente a postura do regulador.

Ainda assim, nesse momento cabe uma pequena ressalva. Praticamente duas semanas depois do edital citado, em 26 de junho de 2013, a CVM divulgou um novo edital para uma segunda audiência pública. O tema desta vez será a regulação de depositárias, escrituradores e custodiantes, cuja normatização carecia de uma atualização considerando o desenvolvimento atual do mercado brasileiro, segundo a autarquia. Com isso, ela propõe empreender importantes mudanças visando a maior segurança dos mercados de valores mobiliários no Brasil. Apesar de uma discussão de tais propostas fugirem ao escopo do presente texto, achamos relevante destacar que a CVM, de forma prudente, já pretende incluir nesse debate questões relacionadas à competição entre bolsas. Por exemplo, o artigo 39 da primeira minuta publicada estabelece princípios gerais a regras de acesso a depositárias, inclusive de eventuais

---

<sup>5</sup> Os vídeos da audiência pública foram publicados pela CVM no YouTube. A primeira parte está em: <http://www.youtube.com/watch?v=DwebxVtEHno&feature=plcp>



sistemas de negociação, compensação e liquidação e depositárias concorrentes/não-integrados à depositária.

O artigo 18 da Instrução CVM nº 461 de 2007 já abordou o tema da interoperabilidade em outro contexto, entre entidades administradoras de mercados organizados. Dessa forma, não é muito surpreendente que a CVM aborde essa questão em uma nova instrução, dessa vez sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. Ainda assim, ficamos um pouco surpresos. Esperávamos um desenrolar mais gradual desse debate, com a CVM apenas ampliando a discussão sobre concorrência após a realização da primeira audiência pública agendada em junho deste ano. Seguiremos atentos.

Ainda assim, continuamos a acreditar no excelente potencial e no excelente posicionamento da Companhia no longo prazo. Mesmo na ocorrência de maior competição, vemos a BVMF estrategicamente superior com seu modelo verticalmente integrado, sua *clearing* unificada e sua disposição em dividir ganhos de escala com participantes, conforme sua nova política de tarifação divulgada no início deste ano.

Um exemplo que pode ser bastante elucidativo para a análise de BVMF é o caso do mercado australiano. Desde 2007 o regulador local, ASIC, analisou a possibilidade de concorrência à bolsa monopolista local, ASX, em um formato parecido com o que presenciamos aqui, uma combinação de consultas públicas e estudos de mercado. Apenas em 31 de outubro de 2011, porém, o primeiro competidor, Chi-X Australia, tornou-se operacional e apenas para competir como plataforma de negociação no mercado à vista. Ainda que esse intervalo de quatro anos inclua o difícil ano de 2008, é interessante notar que, até agora, o novo entrante segue deficitário mesmo conquistando aproximadamente 10% de participação em um mercado de escala superior ao brasileiro. Por esse motivo, a imprensa australiana já levantou a possibilidade da Chi-X deixar o país<sup>6</sup>. Isso poderia ser um argumento favorável à promoção de competição entre bolsas verticalizadas na Austrália – da mesma forma que a BATS, bolsa americana que também demonstrou interesse no Brasil, defende. No entanto, em fevereiro deste ano o ASIC manteve o monopólio da ASX em *clearing* sob o argumento de que essa estrutura apresentaria menores custos para o mercado, inclusive regulatórios.

Ainda que o caso australiano possa ser desestimulante para a Direct Edge e para a ATS – duas empresas que já demonstraram o interesse de competir com a plataforma de negociação da Bovespa – talvez ainda seja prematuro fazer um julgamento muito forte sobre a tendência de concorrência aqui a partir da experiência naquele país. Tendo em vista a alavancagem operacional típica desse tipo de negócio, o potencial de crescimento de volumes transacionados e a possibilidade – baixa, na nossa opinião – de conquista de expressiva participação de mercado por novos entrantes, é evidente que existe o risco de perda de receitas pela BVMF. Reforçamos, porém, que isso hoje se restringe a 10% da receita da Companhia, desconsiderando a possibilidade da competição entre bolsas acarretar um

---

<sup>6</sup> <http://www.theaustralian.com.au/business/financial-services/chi-x-hoses-down-claims-it-may-close-down-within-a-year/story-fn91wd6x-1226570338747>



aumento de liquidez – algo que julgamos de difícil estimação. Convém ressaltar que, dos potenciais novos *players*, a ATS – apesar de não ter participado da audiência pública do ano passado como BATS e Direct Edge – parece até agora o mais adiantado no desafio, protocolando em junho deste ano um pedido junto à CVM para competir com a BVMF.

Conforme comentamos no início deste relatório, o forte posicionamento competitivo da BM&FBOVESPA é uma das bases de nossa tese de investimento, mas há outros fatores que também nos deixam otimistas com a história. A BVMF atua em dois mercados, ações e derivativos, no qual enxergamos grande potencial de crescimento. Isso combinado com sua posição monopolista, o fim iminente (2015) de um forte ciclo de investimentos e seu controle sobre custos e despesas – conforme ilustrado nos resultados dos últimos dois anos – deve se traduzir em um aumento expressivo de sua geração de caixa. Além disso, não vemos a Companhia desperdiçando isso em projetos de retorno questionável, mas sim comprometida em devolver seu caixa excedente a seus acionistas.

Naturalmente, há também riscos para o investimento. O modelo de negócios da BVMF é altamente dependente de receitas do fluxo de negócios no mercado, logo uma queda estrutural de volumes negociados teria um impacto significativo sobre o desempenho da empresa, ainda mais considerando sua alavancagem operacional. O gerenciamento de risco de contraparte central está longe de ser uma tarefa trivial e por isso não nos incomodamos quando a Companhia precisou reduzir seu *payout* para ter um caixa de segurança mais robusto – a sustentabilidade do negócio deve ser sempre uma prioridade. Além disso, é claro que a ameaça de competição pode se materializar de forma mais intensa do que achamos provável – estendendo-se, por exemplo, ao mercado de derivativos e/ou a serviços de pós-negociação – e a orientação da alocação de capital da Companhia pode mudar sem necessariamente acarretar em retornos interessantes aos acionistas.

Contudo, atribuímos hoje uma probabilidade baixa a esses cenários mais pessimistas. Ademais, acreditamos que um *dividend yield* já robusto de cerca de 5% para 2013 – contemplando a possibilidade de recompra de ações pela Companhia – e com potencial de crescimento nos proporcionam bastante conforto para manter o investimento até que todo o potencial que enxergamos esteja refletido em seu preço.