

Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico Ações FIQ FIA** teve alta de 9,94% no primeiro trimestre de 2017, com o Ibovespa subindo 7,90%. O fundo sobe 79,40% desde o seu início, enquanto o Ibovespa sobe 24,19%.

Temos posições em 21 empresas, com as mais relevantes ainda no setor financeiro e de energia elétrica.

No trimestre voltamos a investir na M Dias Branco e na Ultrapar.

Começamos a montar a posição na M Dias Branco quando a empresa divulgou seus resultados referentes ao 4º trimestre de 2016, que foram bons, mas decepcionaram parte do mercado. A forte queda da ação na ocasião nos pareceu exagerada, parte dela talvez em decorrência de um mau entendimento sobre os benefícios fiscais da companhia. Criou-se assim uma oportunidade de voltarmos a investir numa empresa de alta qualidade, com ótima gestão e posição competitiva. Esperamos que a M Dias continue ganhando participação de mercado nos próximos trimestres, colhendo os frutos do aumento do investimento em marketing, mitigando assim os efeitos do fraco nível de atividade.

O principal motivo para voltarmos a investir na Ultrapar foi a nossa confiança num efeito positivo estrutural da nova política de preços de combustíveis praticada pela Petrobras. Esperávamos que uma maior volatilidade nos preços beneficiasse as margens dos participantes de maior escala, e pudemos confirmar isso com os resultados da Raízen e da própria Ultrapar referentes ao 4º trimestre de 2016. Tal impacto positivo nos leva a considerar o investimento da Ultrapar atrativo, mesmo com um ambiente de curto prazo complicado, com volumes em queda. Esperamos que tal queda se reverta ao longo do ano.



Entre as posições encerradas no trimestre, destacam-se a Transmissão Paulista e a Eletrobras. Ambas as empresas têm relevantes somas a receber a título de indenização por investimentos em transmissão de energia feitos até o ano 2000. Tal indenização será paga pelos consumidores de energia, mas parte destes consumidores - as grandes empresas - está tentando evitar esse pagamento via ações na justiça. Acreditamos que tal indenização ocorrerá, mas tal ruído é indesejável e foi causa suficiente para encerrarmos nossa posição na Transmissão Paulista, já que o espaço para alta nas ações já era reduzido. No caso da Eletrobras, foi decisiva a mudança no conselho de administração da companhia, com a saída de membros importantes. Foi o primeiro sinal ruim mais relevante sobre a governança da empresa desde a entrada da nova gestão, que até então não conseguiu implementar medidas concretas de maior relevância.

O **Pacifico LB FIQ FIM** teve um rendimento de 7,55% no primeiro trimestre. Começamos o mês de janeiro com 64,78% de exposição líquida e 74,77% de exposição bruta.

No início do trimestre, as volatilidades implícitas no mercado de opções estavam em níveis historicamente baixos. Aproveitamos, assim, para comprar opções de venda de índice com o objetivo de proteger parte da nossa carteira de ações. A redução no prêmio observado em alguns ativos, bem como novos shorts e o aumento do delta dessas opções de venda fizeram com que nossa exposição bruta aumentasse ao longo do trimestre.

Encerramos o mês de março com 63,01% de exposição líquida e 94,54% de exposição bruta.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (BM&FBOVEPSA)

Há praticamente quatro anos, no Relatório Trimestral da Gestão do 2T13, analisamos o posicionamento competitivo da BM&FBOVESPA (BVMF) – ao qual nos referimos como “*maior alicerce de nossa tese de investimento*”. Naquela época, era iminente uma audiência pública organizada pela CVM para discutir a concorrência entre plataformas de negociação de ações. Além disso, a Americas TradingSystem Brasil (ATS) havia protocolado um pedido de licença como bolsa junto ao mesmo regulador.

Desde então, a audiência pública encerrou-se sem novidades materiais e a concorrência da ATS no mercado de plataforma de negociação à vista de ações ainda não se materializou. Mesmo assim, em virtude da aprovação da fusão entre BVMF e CETIP – originando a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão – por CADE, CVM e BC com condicionantes, o momento nos pareceu propício para revisitarmos o tema abordado no 2T13.

Para isso, é necessário – mesmo que ao custo de ser um pouco enfadonho – distinguirmos entre alguns serviços prestados pela B3 enquanto “bolsa”. Sem ser exaustivo, a companhia provê –



para diferentes instrumentos financeiros – plataformas de negociação, câmaras de compensação, câmaras de liquidação e centrais depositárias. O primeiro serviço citado talvez seja o mais fácil de ser compreendido por estar mais presente no dia a dia de investidores: é um sistema que permite que compradores e vendedores se encontrem e realizem negócios.¹

Contudo, a conclusão desses negócios em ambiente de bolsa depende também da execução das atividades de compensação e de liquidação – denominadas “atividades de pós-negociação”. Na compensação, há a determinação das posições compradas e vendidas de cada participante, possibilitando neutralizar e controlar riscos. No caso específico da antiga BVMF, a respectiva câmara assume o papel de contraparte central garantidora (CCP), residindo com ela a responsabilidade de honrar quaisquer compras e vendas. Em seguida, na liquidação, há o controle da troca de dinheiro pelos títulos negociados. No caso dos mercados de ações e de renda fixa, a guarda desses títulos está nas centrais depositárias de cada segmento.

Mas qual a importância de tantas definições para a discussão do posicionamento competitivo da B3? A resposta está nas condições impostas por CADE e CVM para aprovar a fusão entre BVMF e CETIP. Cada uma das empresas possuía como diferencial importante seu modelo de atuação verticalizado – chegamos a destacar isso no Relatório Trimestral 2T13² – e por isso eram a maior ameaça competitiva uma para a outra. Além disso, esse modelo poderia ser um estímulo para que a nova companhia cobrasse um preço abusivo para prestar os serviços de pós negociação e depositária a entrantes em seu setor – talvez inviabilizando sua atuação como concorrentes. Dessa maneira, os reguladores exigiram algumas providências para aprovarem a transação que atenuassem esse receio:

1. Deve ser viabilizada a prestação dos serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado a bolsas concorrentes no mercado à vista de renda variável (ações);
2. Esses concorrentes devem receber tratamento isonômico;
3. Uma audiência pública deve ser realizada para discutir as condições de acesso à infraestrutura da BVMF (pós-negociação e depositária);
4. A B3 deve negociar por no máximo 120 dias com eventual interessado em acessar sua depositária de ações, com eventuais controvérsias sendo decididas por arbitragem;
5. A CVM deve receber, em caráter confidencial, demonstrativos de resultado gerenciais segregados das atividades de negociação, compensação e liquidação e depósito centralizado;
6. A governança corporativa da B3 deve mudar. O Conselho de Administração da companhia terá uma quantidade mínima de integrantes. Além disso, deve ser garantido o funcionamento e ampliado o escopo do já estatutário “Comitê de Produtos e de

¹ <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/mercados-de-atuacao.asp?idioma=ptb>

² “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 [2013].”

Precificação”, o qual deverá contar com a representação de clientes de diferentes segmentos.³

Assim, as várias restrições impostas pelos reguladores suscitam uma questão relevante: a fusão afinal fortaleceu ou enfraqueceu o posicionamento competitivo das duas empresas? Acreditamos que, embora as várias contrapartidas impostas facilitem a concorrência por serviços ligados ao mercado à vista de ações, a rentabilidade combinada de BVMF e CETIP estará mais preservada na B3 do que estava antes por uma série de razões.

A primeira é tautológica: como uma empresa só, BVMF e CETIP não competirão mais entre si e cada empresa era a ameaça mais concreta à outra. A concorrência entre BVMF e CETIP não era acirrada.⁴ Contudo, as duas empresas possuíam mercados organizados autorizados a operar no Brasil e por isso teriam maior facilidade do que outros pretendentes a se perturbar mutuamente. De fato, nos últimos anos, a BVMF tentou aumentar sua participação no mercado de balcão, dominado pela CETIP. Além disso, era temido que a criação de uma CCP pela CETIP – conforme anunciado pela companhia⁵ – pudesse ameaçar a BVMF.

A outra ameaça competitiva mais tangível para BVMF e CETIP é a CIP (Câmara Interbancária de Pagamentos), uma câmara detida pelos principais clientes da B3, os bancos. Dessa maneira, a CIP representava uma ameaça tácita dos bancos de que eventuais abusos dessas empresas antes dominantes poderiam induzir os bancos a tornarem a CIP uma “bolsa”. Esse risco permanece – e é alvo de grande atenção nossa – mas perde força na medida em que a B3 assumiu um compromisso formal de permitir a representatividade de seus clientes e de seus participantes não só em seu Conselho de Administração – órgão máximo na estrutura de governança de uma companhia – como também em um fórum específico para tratar de preços e produtos.

Mesmo assim, é um fato que as condições impostas pelos reguladores visam diminuir barreiras de entrada a mercados da B3. Disso derivam duas perguntas. Qual poderia ser magnitude desse risco para a empresa? Ela teria diferenciais competitivos para se proteger?

Para responder à primeira indagação é necessário ter claro o escopo dos remédios impostos pelos reguladores. Ele foi restrito ao mercado à vista de ações, logo, *nesse momento*, não está em discussão o acesso à infraestrutura da companhia associada ao mercado de derivativos, ao mercado de balcão nem ao serviço de aluguel de ações. Então, é importante esclarecer que, para boa parte da receita da B3, o posicionamento competitivo da companhia é até mais forte do que aquele de suas antecessoras – o mercado à vista de ações representaria cerca de 23% da

³ Além disso, devem ser tomadas medidas para viabilizar que o atual autorregulador do mercado – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – torne-se independente.

⁴ Segunda a relatora da operação de fusão no CADE, “suas atividades são mais complementares do que substitutas” e a “sobreposição horizontal no mercado de balcão é pequena e pouco relevante.” (Apresentação do Ato de Concetração nº 08700.004860/2016-11 em 22/03/2017).

⁵ “Investimentos da Cetip seguem curso normal, diz diretor presidente” (Estadão, 11/04/2016).



receita da nova empresa.⁶ Também vale destacar que esse escopo foi delimitado seguindo um ambiente regulatório evolutivo – e não disruptivo – vide o foco da audiência pública de 2013 citada anteriormente.

Uma análise mais precisa da exposição da companhia deve considerar como sua receita relacionada ao mercado de ações está distribuída entre a prestação dos serviços de negociação, CCP (compensação e liquidação) e CSD (depositária). Nesse sentido, uma referência útil é a proposta de rebalanceamento de tarifas feita pela BVMF à CVM⁷. Tais preços não são definitivos pois dependem do resultado de audiência pública que será realizada, mas permitem uma boa estimativa inicial. De forma simplificada, foi sugerido que, de toda a receita com o mercado de ações, 20% estaria associada à função de CSD; 60% à função de CCP e 20% à função de plataforma de negociação.

É possível assumir como bastante remoto o risco de concorrência com a depositária da B3, como é reconhecido pela própria Superintendência Geral do CADE em seu relatório da operação. Para ela, um entrante *“seria obrigado a contratar os serviços de depósito da BVMF, tendo em vista que as fortes economias de escala nesse mercado aproximam a central depositária da BVMF de uma essential facility.”*⁸

Ainda que em outros países seja mais frequente a concorrência entre CCPs do que entre CSDs, é bastante forte a posição da B3 no segmento de CCP, sendo em alguns aspectos até mais forte do que antes da fusão. A unificação, já em curso, das câmaras da antiga BVMF trará benefícios relevantes para seus clientes, como (i) eficiência de margens através da compensação de riscos entre os mercados de ações e derivativos de bolsa; (ii) maior liquidez intradiária com a unificação de janelas de liquidação e (iii) menores custos operacionais com a padronização de regulamentos e procedimentos das câmaras. Convém ressaltar que a integração da câmara da CETIP pode ampliar esses efeitos – permitindo, por exemplo, a compensação de riscos entre os mercados derivativos de bolsa e de balcão. Ademais, a segurança da companhia como contraparte central é difícil de ser replicada pois exigiria contribuições de bancos/corretoras e da própria bolsa concorrente para outros mecanismos de salvaguardas. A antiga BVMF alocava R\$ 2,0 bi a R\$ 2,5 bi de seu caixa para esse fim, sendo R\$ 1,0 bi formalmente na câmara.⁹

Dessa maneira, apenas uma parte reduzida da receita da B3 decorrente das tarifas com sua plataforma de negociação – 20% de 23% da receita total, logo menos de 5% do total – estaria

⁶ Considera as receitas brutas somadas de BVMF e CETIP em 2016 e exclui “Outras Receitas BOVESPA”.

⁷ Vide Fato Relevante de 22/03/2017.

⁸ Parecer Técnico n.o 25/CGAA2/SGA1/SG/CADE.

⁹ Vale ressaltar que é difícil imaginar que CVM e BC (especialmente) aprovassem uma *clearing* concorrente da B3 que oferecesse menor segurança ao mercado. A propósito, essa preocupação dos reguladores por minimizar riscos sistêmicos também pode explicar sua aceitação de uma bolsa tanto rentável e de posição tão dominante quanto a B3, proporcionando maior robustez ao sistema e facilitando a regulação do setor.

mais exposta a um ambiente competitivo mais intenso. Por outro lado, a existência de múltiplas plataformas de negociação poderia estimular um aumento no volume negociado de ações ao estimular arbitradores entre plataformas, assim como ampliar a demanda por relatórios de informações de mercado (*market data*). Os dois atenuantes são bastante incertos, mas nem por isso devem ser desprezados.

Ainda assim, o ônus da eventual concorrência entre plataformas parece baixo frente às vantagens trazidas pela fusão. Já citamos algumas ao longo do texto: eliminação do maior concorrente potencial, maior eficiência de capital e redução de custos operacionais para clientes. Além disso, a sinergia de custos que poderá ser obtida com a integração das duas companhias permitirá à B3 ser ainda mais competitiva em um cenário em que deixe de ser dominante em seus mercados. Outro ponto positivo importante da incorporação da CETIP pela BVMF será a oportunidade de benefícios fiscais tanto pela amortização de ágio e de intangíveis quanto por uma maior distribuição de proventos sob a forma de juros sobre capital próprio.

Também vemos como positiva a maior transparência consequente da nova estrutura de governança da companhia, com seus clientes possuindo um fórum específico para discutir preços e produtos. Isso pode mitigar eventuais conflitos de interesse de seus representantes no Conselho de Administração.

Dessa forma, ainda vemos como bastante promissor o futuro da B3. Ela atua em mercados nos quais vislumbramos grande potencial de crescimento – ações, derivativos de bolsa e de balcão, renda fixa e registro de gravames para financiamentos de veículos e de imóveis. Além disso, é dominante em todos esses mercados, amplificando sua capacidade de geração de valor para seus acionistas. Esses fatores junto com sua provável trajetória de desalavancagem financeira após a fusão e a apropriação dos benefícios fiscais citados são alavancas potentes em seus resultados futuros. Acreditamos que tamanho potencial ainda não está inteiramente refletido no preço das ações da B3, justificando nosso investimento na companhia.



Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA
Av. Borges de Medeiros, 633 / sala 601
Leblon – 22430-041 – Rio de Janeiro
www.pagr.com.br
ri@pagr.com.br
Tel: 55 21 3033-3300

ADMINISTRADOR

BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM
Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar
Centro – Rio de Janeiro

Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos–FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.



A presente instituição aderiu ao
Código ANBIMA de Regulação
e Melhores Práticas para os
Fundos de Investimento.