

B3 (B3SA3): Algumas reflexões sobre as questões recentes

Nos últimos 10 dias, tem havido mais ruídos em relação à competição para a B3, com o José Berenguer da XP deixando o conselho da Bolsa de Valores do Brasil.

Isso foi seguido por um rebaixamento de rating pelo *sell-side*, temendo que a XP pudesse estar tentando “competir” com a B3. Esta semana tivemos mais barulho, com investidores locais com medo de que outra corretora relevante (além da XP) pudesse se tornar um novo concorrente também. A ação está caindo ~10% no acumulado do mês (-20% no acumulado do ano), o que acreditamos torna as ações B3 bastante atraentes nos níveis atuais.

A seguir, compartilhamos algumas reflexões sobre o tema.

Lembramos que quando Berenguer ingressou no conselho, ele era CEO do JP Morgan Brasil, passando para a XP para dirigir o banco de atacado em meados de 2020.

A competição pode crescer, mas “tamanho do bolo” também

Por enquanto, acreditamos que um cenário em que uma nova bolsa seja criada para competir diretamente (pelos principais produtos) com a B3 ainda parece improvável. No entanto, é natural acreditar que as corretoras queiram aumentar seus *pool* de lucros (e tentar “contornar” a bolsa para oferecer aos seus clientes alguns serviços da B3).

A possibilidade de competição entre bolsas não é novidade no Brasil, mas ainda acreditamos que chegaria, principalmente, por meio de novos mercados operando nos “arredores” do mercado endereçável da B3. De fato, esse é o caso da CERC, um dos registros de novo modelo de recebíveis de cartão de crédito, e do Mercado Bitcoin, uma corretora/bolsa de ativos de cripto que já conta com 2,7 milhões de investidores.

Mas sinalizamos que, embora o mercado de serviços de bolsa possa possivelmente ser dividido entre mais participantes, o “tamanho do bolo” também pode aumentar, à medida que esses participantes abordam novas oportunidades/mercados. No ambiente atual e considerando as discussões em andamento sobre a internalização de ordens, achamos mais fácil imaginar mais concorrência vinda de corretoras do que de novas bolsas.

Lembramos também que, pelo novo regulamento aprovado pela CVM no ano passado, os *players*/corretoras do mercado não podem possuir participação superior a 10% da bolsa, mitigando o risco de uma corretora criar sua própria bolsa.

Como escrevemos em setembro de 2020, a nova regulamentação parece estar caminhando na direção de mais competição.

Vale lembrar que a internalização de ordens por corretoras/participantes do mercado, prática mais conhecida como *dark pool facilities*, não é permitida no Brasil. No final do ano passado, a CVM “abriu” audiência pública para discutir a modernização do marco regulatório dos mercados de bolsa e balcão no país. Na

BTG Pactual – Equity Research:

Eduardo Rosman

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

ocasião, não propôs nenhuma alteração na internalização de ordens. Mas alguns players do mercado pediram para suspender as restrições, enquanto outros são a favor de mantê-las.

Outra discussão em andamento na CVM diz respeito à criação de uma linha de um *block trade facility* com a negociação de ações em mercados de balcão. Há cerca de um ano, a CVM tornou públicos todos os comentários que recebeu de diversos participantes do mercado durante a audiência pública iniciada no final de 2019 sobre o tema, sendo a XP favorável à medida, enquanto alguns fundos de investimento se preocupavam com negociações menos transparentes por meio de mercados balcão (*dark pools*) pode resultar em liquidez fragmentada, formação de preços ineficiente e maiores conflitos de interesse envolvendo os intermediários que normalmente operam *dark pools*.

À medida que as coisas avançavam, a discussão também se estendia à internalização de ordens do varejo. No entanto, sinalizamos que em nenhum dos casos está claro/definido como as ordens seriam internalizadas no Brasil. As corretoras seriam capazes de internalizar apenas o serviço de “negociação” ou também o serviço “CCP” (contraparte central)? E o volume que flui pelos *dark pools* seria limitado para garantir que o mercado de pools permaneça eficiente?

Indicamos que a internalização da negociação poderia beneficiar o mercado de corretagem como um todo, pois as corretoras teriam a capacidade de criar novos modelos de negociação e tipos de ordens, incluindo plataformas de atacado e varejo. Mas se a permissão se estender à CCP, os principais beneficiários seriam as plataformas de investimento de varejo, uma vez que o fluxo de varejo não requer grandes compensações de margem e já está sujeito ao risco financeiro da corretora - o que significa que eles são mais propensos do que as plataformas de atacado a ter sucesso na internalização Serviços “CCP”.

O RLP (*Retail Liquidity Provider*) é um exemplo de um novo *pool* de lucros criado pela B3 que realmente beneficia as corretoras. Este produto ainda está em fase de testes para minicontratos futuros (com supervisão da CVM e B3) e deverá ser estendido para ações. Basicamente, com a RLP a corretora pode fornecer liquidez aos clientes de varejo e monetizar o forte fluxo de investidores de varejo em sua plataforma. Assim, as corretoras podem ser mais agressivas na precificação /marketing para estimular mais negociações, aumentando os volumes da B3, pois também contam com receitas provenientes da RLP.

Nesse sentido, as corretoras conseguiram lucrar com um novo produto (RLP) que pode ser considerado no escopo dos serviços da bolsa. No entanto, a B3 ainda foi capaz de lucrar com isso, pois aumentou os volumes de seus minicontratos futuros, tornando-se uma situação ganha-ganha. E algo semelhante pode acontecer se as corretoras se aproximarem do mercado de bolsa, o que significa que essa notícia não seria necessariamente muito negativa para a B3.

SEC irá revisar a estrutura de mercado nos EUA; Importante observar porque pode ser um exemplo para o Brasil

Na verdade, houve alguns artigos recentes destacando que os reguladores nos Estados Unidos também estão investigando várias mudanças no mercado. Abaixo, resumimos alguns destaques.

A SEC (reguladora do mercado de ações dos EUA) está procurando mudar as regras em torno da negociação de ações, incluindo incentivos de preço que as bolsas e corretoras usam para atrair ordens, especialmente após a explosão de “ações meme” em janeiro, destacando o que o Gary Gensler (presidente da SEC) chamou “Ineficiências” do mercado. Em uma conferência do setor, Gensler disse que a revisão cobrirá a questão polêmica do pagamento por fluxo de ordens, em que corretoras de varejo recebem taxas (*fees*) de formadores de mercado (*market makers*) para administrar suas negociações, com as corretoras prometendo executar as negociações aos preços de mercado atuais ou melhores em troca.

O artigo mencionou que muitas das questões chamaram a atenção de reguladores e legisladores em janeiro, quando os day traders trocando ideias no site de mídia social Reddit e usando a plataforma de negociação Robinhood aumentaram drasticamente as ações da GameStop e de outras empresas. Os movimentos exagerados chamaram a atenção para o pagamento por fluxo de ordens e o domínio de um grupo, Citadel Securities, que executa quase metade de todas as negociações de varejo nos Estados Unidos.

As novas regras também podem ter implicações para os modelos de negócios das corretoras, já que os pagamentos pelo fluxo de ordens que elas recebem subsidiam suas negociações de ações com comissão zero para os clientes. O Sr. Gensler expressou preocupação com o pagamento do fluxo de ordens em várias ocasiões, desde que se tornou presidente da SEC

em abril deste ano, mas seus últimos comentários sugeriram que ele pretende prosseguir com uma revisão completa da estrutura do mercado. Ele indicou que a SEC também examinaria aumentos de preços mínimos para ações e as regras que garantam que os clientes obtenham o melhor preço possível para seus negócios, consagrado em um sistema conhecido como *National Best Bid and Offer*.

“As corretoras lucram quando os investidores negociam”, disse Gensler. “Para as corretoras que têm esses arranjos - e nem todas têm - volumes de negociação maiores geram mais pagamento para o fluxo de ordens. O que torna o ambiente atual de corretagem de comissão zero diferente é que os investidores não veem seus custos enquanto executam as negociações, portanto, podem percebê-los como gratuitos.” O Sr. Gensler visa tornar os mercados de ações tão eficientes quanto possível à luz das mudanças tecnológicas e desenvolvimentos recentes.

Às vezes, essa discussão sobre a concorrência entre a B3 e as novas bolsas/corretoras no Brasil nos lembra muito o que aconteceu no mercado americano entre as bolsas de valores ICE e CME. Nos últimos 20 anos ou mais, o novo concorrente ICE conseguiu crescer consideravelmente mais do que a CME porque era mais ágil para capturar as oportunidades de todos os mercados recém-criados. Mas os investidores que apostaram contra a atual CME não tiveram sucesso porque a bolsa, na verdade, não perdeu participação de mercado nos negócios em que participava, apenas deixando de ganhar muito dos novos mercados que surgiram mais tarde.

Embora o “bolo” dos serviços de bolsa de valores no Brasil pudesse ser dividido entre mais participantes, ainda deve crescer mais com o ambiente de *financial deepening* e esses novos players vislumbrando novas oportunidades. Atualmente, vemos a B3 sendo negociada a ~ 16-17x P/L 2022, o que acreditamos ser atraente. Mas, diferentemente de outras empresas sob nossa cobertura, como Inter, Méliuz, Stone, Pag Seguro e XP, não vemos a B3 fazendo muito em termos de aumentar seu TAM (mercado total endereçável)/receitas, o que é um pouco decepcionante para nós e para os investidores. Portanto, embora tenhamos dificuldade em imaginar um gatilho positivo para a ação no curto prazo, acreditamos que o valuation ainda esteja atraente. Assim que o ruído se dissipar, a ação deve começar a se recuperar, acreditamos.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTGPactual Digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTGPactual Digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTGPactual Digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTGPactual Digital e os seus clientes. O BTGPactual Digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTGPactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual Digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual Digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPactual Digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual Digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório é certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTGPactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx