

Em 2020, a cota do Vista FIA acumulou variação de +9,9%, comparada a variação de +3,5% do IBX no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased acumulou variação de +21,8%, comparada a variação de +2,8% do CDI no mesmo período.

Desde o início em 1º de janeiro de 2015, a cota do Vista FIA acumula variação de 301,9%, comparada à variação de 143,3% do IBX no mesmo período.

A cota do Vista Long Biased, por sua vez, acumula rentabilidade de 70,9% desde 26 de outubro de 2018, comparada à variação de 10,1% do CDI no mesmo período.

* * *

Natura & Co

O investimento dos fundos em Natura & Co – cuja ação valorizou 35,8% – contribuiu de forma importante para o resultado do portfólio ao longo de 2020.

A fusão com Avon é transformacional para o grupo. As sinergias a serem capturadas ao longo dos próximos anos agregam valor expressivo à companhia e são potencializadas pela digitalização do canal de vendas direta em andamento.

Muito se falou sobre as tendências em curso – destaque para o *e-commerce* – terem sido *aceleradas em muitos anos* no período de pandemia. Entendemos que a transformação da venda direta tradicional, analógica, em *social selling*, digital, é uma dessas tendências.

Um processo de transformação - não só digital, como cultural - por parte das revendedoras cuja adesão foi extremamente acelerada. Não parece absurdo afirmar que a adoção de todo o ferramental criado pela Natura levaria anos se não fosse a quarentena. No 3T20, a companhia já contava com 1 milhão de lojas virtuais de seus revendedores, com mais de 90% dos consultores utilizando o aplicativo da companhia, aumentando o tempo médio de atividade no aplicativo em 6 vezes.

A fusão com a Avon é ainda mais animadora dentro desse contexto de digitalização do canal. As estimativas de sinergias foram revisadas para cima em 50% (nos valores em Reais) no mês de maio, mesmo diante das incertezas ocasionadas pela pandemia. Consideramos esse evento uma sinalização sobre o potencial da fusão e a resiliência do modelo de negócios, que sofreu muito aquém do esperado com as restrições imposta à circulação de pessoas.

Entendemos que as estimativas guiadas de sinergia ainda são conservadoras. Se por um lado, as sinergias de integração de ativos e estruturas no lado de custos são mais palpáveis e quantificáveis, a maior parte do potencial sinérgico entre as empresas está no lado das vendas. No mais, a empresa ainda deixa de fora em suas estimativas itens importantes, como otimizações societárias (*tax shield*) e nas despesas administrativas da Avon internacional.

Do lado dos riscos, o risco de execução no *turnaround* da Avon Internacional seria nosso principal destaque, pois se trata de mercados menos sinérgicos, em que não há competência histórica da Natura, de menos homogeneidade cultural do que os países da América Latina. Hoje, vemos mercados relevantes como Rússia e Turquia dando sinais positivos. Em outras regiões, a entrada da marca foi desordenada e é possível que algumas operações sejam descontinuadas, sem impacto de resultado. Não vemos hoje casos mais relevantes de “turnaround de marca”, como seria o caso dos EUA, que ficou de fora da fusão entre as empresas. De toda forma, acreditamos que há um “colchão” de sinergias não guiadas, minimizando o risco de maiores frustrações para a frente.

Outro risco que nos preocupava era a alta alavancagem da empresa combinada, que oferecia pouca margem para erros no processo de integração e *turnaround* da Avon. O risco deixou de existir com aumento de capital de US\$ 1 bilhão realizado em outubro de 2020. Se por um lado usualmente preferimos não sermos diluídos em nossos investimentos, por outro, a empresa usou os recursos para o pagamento de dívidas caras em dólar, que permitirá maior velocidade, seja nos investimentos e esforços de digitalização do grupo, seja em reorganizações societárias e maior eficiência do *tax shield* da empresa. Com a estrutura de capital equacionada, também vemos novas aquisições como prováveis, não no curto prazo, mas uma vez que a integração com Avon estiver mais avançada.

Em suma, a Natura & Co apresentou resultados bem melhores do que esperávamos no ano diante das circunstâncias, ao mesmo tempo em que os riscos, que ainda existem, foram bem reduzidos em nossa percepção. Aumentamos nossa exposição no início do ano e mantivemos desde então. Apesar da importante reprecificação, ainda vemos uma oportunidade muito atrativa e estamos mais construtivos quanto a entrega de crescimento de lucro nos anos à frente. Os resultados da empresa estiveram altamente poluídos no passado recente por efeitos não recorrentes (impactos da crise do COVID, não recorrentes da fusão com Avon e outros). Acreditamos que a companhia estará em 2021 muito à frente do que se encontrava em 2019.

* * *

B3

Outra importante contribuição para o resultado do portfólio foi o investimento em B3 – com valorização de 50,3% em 2020.

A B3 é uma das empresas que se beneficia do movimento de sofisticação do mercado de capitais no Brasil, impulsionado pela queda estrutural de juros ocorrida nos últimos 4 anos. Outras empresas, como o BTG Pactual (também presente em nosso portfólio) e XP, também têm se aproveitado do movimento para crescer seus negócios.

Historicamente, o poupador brasileiro teve acesso a retornos gordos para o seu dinheiro com pouco risco associado. O investimento na poupança e em títulos públicos e bancários, geralmente indexados ao CDI, ofereciam remuneração satisfatória para grande parte da população. Acreditamos que a queda de juros gerará uma mudança cultural para o investidor brasileiro e que o processo de *aprofundamento financeiro*¹ está apenas começando por aqui.

Alguns números contam essa história. Segundo dados da própria B3, apenas 2% da população adulta tem CPF cadastrado em bolsa. De acordo com a OCDE, apenas 7% da poupança privada brasileira está atualmente alocada em ações, percentual que se compara a 18% na Colômbia e 34% nos Estados Unidos.

A baixa penetração chama tanta atenção quanto à aceleração da migração de investimentos para fundos, ações e derivativos. Apenas nos últimos dois anos, o número de contas únicas em bolsa quadruplicou, saltando de 800 mil para 3,2 milhões². O tamanho da oportunidade também é expressivo: o Brasil possui 8³ milhões de indivíduos no varejo alta renda e 100 milhões no varejo tradicional, com patrimônio médio de R\$ 123 mil e R\$ 11 mil, respectivamente. A entrada de pessoas físicas na bolsa beneficia a B3, pois aumenta o giro das ações e o volume negociado.

A B3 é fruto de um intenso processo de consolidação e modernização que ocorreu ao longo dos últimos 15

anos no ambiente de bolsas no Brasil, culminando na fusão das três principais empresas: Bovespa, BM&F e Cetip. Hoje a B3 é responsável pela infraestrutura de negociação, pós-negociação, depósito e registro de ativos listados e ativos de balcão; registro de financiamento de veículos e imóveis; além de serviços de análise e consulta do seu rico banco de dados. Essa diversidade de negócios trouxe maior resiliência para a receita da companhia.

Assim como outras bolsas ao redor do mundo, a B3 é uma plataforma que conecta vários agentes de mercado. Empresas em busca de financiamento encontram pessoas e instituições querendo investir suas poupanças. Exportadores em busca de proteção (*hedges*) para produção encontram especuladores. E por aí vai.

Esse tipo de negócio apresenta forte efeito de rede, onde o aumento de participantes impacta positivamente o valor da plataforma. A liquidez gerada pela expansão do número de investidores na plataforma atrai mais companhias para ofertarem instrumentos de dívida e *equity*, que por sua vez torna o mercado mais diverso e atraente para que novos investidores tragam seus recursos. Embora seja difícil prever a liquidez necessária para que uma plataforma entre na sua fase de crescimento exponencial de novos usuários, é certo que o mercado de capitais brasileiro tem evoluído aceleradamente e esperamos que novas

¹ *Financial deepening* é o termo inglês que se refere ao aumento do uso de serviços financeiros e novos instrumentos de poupança.

² Dado de novembro de 2020.

³ Dados da ANBIMA de outubro de 2020

linhas de receita se desenvolvam dentro da B3 nos próximos anos⁴.

Uma das grandes belezas do negócio é que boa parte do custo de aquisição de clientes é “terceirizada” para corretoras, bancos de investimento e gestoras de recursos. Lideradas pela XP, corretoras e plataformas têm sido importantes educadoras financeiras. O setor vive um intenso processo de fusões e aquisições, os agentes estão fortalecendo seus times de captação, distribuição e tecnologia e a competição na aquisição e manutenção de clientes exige novos e contínuos esforços. Um exemplo pode ser visto na Clear, subsidiária da XP voltada para pessoas físicas, que recentemente anunciou taxa de corretagem zero para operações de ações.

Para sustentar o crescimento do mercado, que no caso de ações saltou de um ADTV⁵ de R\$ 6,8 bilhões em 2015 para aproximadamente R\$ 30 bilhões em 2020, a B3 intensificou a melhoria de sua infraestrutura, focando nos seguintes pilares:

- (i) desenvolvimento de novos produtos, aumentando a transparência e proximidade com os clientes;
- (ii) redução de tarifas, compartilhamento de ganhos de crescimento de volume e programas de incentivos voltados a atração de pessoas físicas;

(iii) investimento em tecnologia e infraestrutura, reduzindo o risco de ataques cibernéticos e interrupções nas negociações em picos de volume⁶; e

(iv) unificação dos times das companhias adquiridas sob uma mesma cultura.

O ambiente regulatório também está em evolução.

O primeiro grande passo para novas bolsas atuarem no Brasil foi dado no final de 2019, com o fim do processo de arbitragem entre American Trading System (ATS) e a B3. A ATS planeja ser uma alternativa na negociação e pós-negociação de ações e o acordo entre as companhias estabeleceu as regras de acesso de outros participantes do mercado à depositária de renda variável da B3. O serviço apresenta características de monopólio natural e as regras são importantes para trazer segurança e eficiência necessárias aos novos entrantes.

Outro passo importante será dado com a implementação de regras bem definidas de *best execution*, garantindo ao investidor que sua ordem será executada pela corretora com eficiência em um ambiente com múltiplas plataformas de negociação. Essas regras já estão sendo discutidas pela CVM em audiência pública⁷.

⁴ Um bom exemplo são os FII (Fundo de Investimento Imobiliário) que apenas 16% dos investidores em 2016 tinham qualquer contato com o produto, e hoje esse número saltou para 36%. Estes dados foram divulgados pela B3.

⁵ ADTV: *average daily traded volume*, ou o volume médio negociado por dia.

⁶ No período de alta volatilidade nos mercados gerado pela rise do Covid em março de 2020, diversas bolsas ao redor do mundo apresentaram problemas operacionais e gargalos de capacidade. A B3 passou ileso por esse período, mostrando robustez na sua infraestrutura.

⁷ SDM 9/19, que tem como objetivo alterar a ICVM 461 e 505.

Se parece inevitável que a B3 tenha competidores na atividade de negociação, a receita associada representa aproximadamente 5% da receita total, limitando o potencial de impacto para a companhia.

Outra discussão em curso diz respeito a permissão de internalização de ordens, na qual corretoras e plataformas de *trading* fazem a gestão de ordens fora do livro central da bolsa. A discussão na CVM está relacionada a criação de uma plataforma para grandes lotes, que pretende facilitar o trabalho de corretoras para encontrar compradores ou vendedores para lotes de clientes acima de certos níveis. O receio é que essa nova plataforma retire liquidez do mercado, ou aumente riscos de crédito das contrapartes, caso o sistema de pós-negociação e gestão de risco da B3 não seja utilizado. A postura da CVM e da B3 tem sido buscar melhorias que não fragmentem o livro central, já que isso poderia aumentar a latência dos mercados. Diversos países, incluindo os Estados Unidos e a Europa, têm endurecido a regulação sobre internalização de ordens fora das bolsas, exigindo maior transparência e inserindo *caps* de negociação nos chamados *dark pools*⁸.

No Brasil, está em fase de testes o RLP⁹, uma solução que permite corretoras serem contraparte de ordens agressoras¹⁰ do varejo, aumentando a liquidez do mercado, sem elevar os riscos enumerados anteriormente, já que toda parte de negociação e pós-negociação é registrada nos sistemas da B3. O RLP vem sendo desenvolvido a “seis mãos” entre a CVM, B3

e corretoras e hoje já funciona nos minicontratos de índice e dólar. No *investor day* de 2020, a B3 comunicou que está em tratativas para expandir o RLP para o mercado de ações à vista e outros mercados de derivativos. Para garantir que não haja distorção de preços, a B3 está pleiteando que ordens sem transparência, como RLP e eventualmente grandes blocos, não possam ultrapassar 15% do total negociado no dia. A pressão das corretoras para que a regulação brasileira permita a internalização de ordens é grande e a proposta do RLP parece uma forma inteligente da B3 se proteger de eventuais flexibilizações.

A CVM também avalia a modernização da Instrução CVM 461/2007 e da Instrução CVM 505/11, onde pretende-se alterar alguns mecanismos de supervisão e autorregulação do mercado, além do modelo de negociação de grandes lotes e as regras de *best execution* já mencionadas acima.

Dentre todas as mudanças, parece-nos que o maior risco para lucratividade de longo prazo da B3 é a fragmentação dos serviços de pós-negociação, conhecidos como *clearing*. A *Central Counterparty Clearing House* (CCP) é a câmara responsável por realizar o registro, aceitação, compensação, liquidação e gerenciamento do risco de contraparte de operações nos mercados de renda variável, futuros, derivativos, renda fixa privada e em mercado de balcão organizado.

⁸ Plataforma privada exclusivas para negociação de ativos financeiros, sem transparência para o público investidor. Nos Estados Unidos, a maior parte deles são oferecidos por instituições financeiras.

⁹ *Retail Liquidity Provider*

¹⁰ Isto é, que estão “agredindo” o *bid* ou o *ask* do livro central.

É ela quem garante a confiança e solidez do mercado, certificando-se que todas as contrapartes honrarão seus compromissos de liquidação financeira ou entrega de ativos.

Dada a relevância econômica para o negócio da B3, dedicamos bastante tempo ao estudo da experiência internacional com *clearings*. Pudemos comparar diferentes estruturas e evoluções que ocorreram nos últimos anos em diversos países. Resumidamente, descreveremos os movimentos em países que julgamos mais relevantes para nosso aprendizado:

(i) Austrália. Em 2011, o mercado foi aberto para novos competidores em *trading* e, desde então, o regulador já promoveu dois estudos sobre a criação de uma nova *clearing*. Após ouvir diversos *stakeholders*, resolveu não prosseguir com a mudança da regulação nesse serviço, pois aumentaria a complexidade regulatória e os custos totais para o mercado. Atualmente, a Australian Stock Exchange (ASX), bolsa incumbente, tem participação estável de 82% no *trading*;

(ii) Índia. O país possui três bolsas concorrentes que oferecem serviços verticalizados em ações e derivativos. Em 2018, o regulador¹¹ anunciou um plano para criar interoperabilidade entre as diferentes CCP do país, permitindo que os participantes do mercado consolidassem seus serviços de pós-negociação em apenas uma CCP, independentemente do local de negociação do ativo. A medida tinha como objetivo a liberação

recursos de garantia e margens, redução de complexidade para os participantes e redução dos custos de negociação e pós-negociação com o aumento da competição. Embora ainda seja cedo para julgar os impactos – a mudança foi implementada no 2º semestre de 2019 -, a análise dos números divulgados pela NSE¹², líder do mercado antes das mudanças regulatórias, mostra que o *market share* pouco mudou desde então e que a companhia continua crescendo sua receita.

(iii) União Europeia. O mercado europeu nasceu com múltiplas bolsas verticalizadas nos diferentes países do bloco. A região tem assistido processo de consolidação pelas maiores bolsas e a Euronext fez uma série de aquisições nos últimos anos, o que mostra que as atividades de *clearing* e depositária tem fortes ganhos de escala. Em sua última aquisição, da Borsa Italiana em outubro de 2020, a Euronext destacou que está criando a maior infraestrutura de mercado de capitais na Europa, consolidando as atividades de pós-negociação em uma "*multi-asset clearing house*". No campo regulatório, o ECB chegou a estudar no passado a centralização dos serviços em uma única *clearing*, mas preferiu regular acordos bilaterais de interoperabilidade entre diferentes CCPs.

¹¹ Security and Exchange Board of India (SEBI)

¹² National Stock Exchange of India

Aqui no Brasil, a consolidação das *clearings da* BM&F e Bovespa concluída em 2017 gerou benefícios para todo o mercado. Segundo a B3, a unificação criou um *pool* único de garantias, permitindo a compensação dos riscos de investidores em diferentes instrumentos e liberando mais de R\$40 bilhões, e simplificou processos, reduzindo custos para todo o mercado.

Em conversas com os reguladores (CVM e Banco Central), aprendemos que uma longa agenda regulatória será necessária para que ocorra qualquer competição entre CCPs no Brasil. A gestão de risco de liquidez e de crédito nas operações realizadas nos mercados adiciona especial complexidade ao processo de aprovação pelo Banco Central. A criação de uma nova CCP também exigirá a definição de regras de interoperabilidade, que evitem duplicidade de margens e garantias, e grandes investimentos em sistemas por parte das corretoras.

É importante frisar que a criação de uma nova clearing apresenta risco econômico apenas para o mercado de ações à vista, já que produtos de derivativos e futuros, tais como o contrato de dólar futuro, contrato de juros futuros e contrato de juros futuros em dólar são propriedade intelectual patenteada pela B3 e toda a negociação e pós-negociação é feita de maneira verticalizada. Desconhecemos precedentes de competição nos mesmos modelos de *contratos*, visto que a duplicação reduz a liquidez em ambas as bolsas.

¹³ Dividendos pagos por ação dividido pelo preço da ação, uma métrica de *valuation* que mede o retorno nominal do acionista apenas com dividendos.

Para concluir, acreditamos que a B3 está bem posicionada para lidar com novos entrantes. Serviços como negociação de ações, registros de ativos bancários e de financiamento de veículos já enfrentam competição. O potencial impacto dos riscos parece pequeno diante das oportunidades de crescimento que a empresa tem pela frente.

Enxergamos na B3 um negócio que combina elevada geração de caixa livre, crescimento expressivo e alavancagem operacional. O *dividend yield*¹³ esperado para 2021 é de aproximadamente 4,5%, mantendo baixa alavancagem (1,2x dívida bruta sobre EBITDA), e esperamos uma expansão anual de lucro de 15% ao longo dos próximos 5 anos. Dentre os riscos, destacamos as mudanças na tributação de dividendos e juros sobre o capital próprio, bem como a trajetória das alterações regulatórias discutidas nessa carta.

* * *

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

Rentabilidade: Vista FIC FIA

	Vista FIA	IBX
2015	3,2%	-12,4%
2016	53,7%	36,7%
2017	26,7%	27,5%
2018	24,5%	15,4%
2019	46,2%	33,4%
2020	9,9%	3,5%
jan	-1,4%	-1,3%
fev	-5,9%	-8,2%
mar	-28,5%	-30,1%
abr	12,8%	10,3%
mai	9,2%	8,5%
jun	9,8%	9,0%
jul	7,4%	8,4%
ago	-0,4%	-3,4%
set	-4,1%	-4,6%
out	-3,7%	-0,5%
nov	16,1%	15,5%
dez	6,8%	9,2%
Acumulado	301,9%	143,3%

Rentabilidade: Vista Long Biased FIC FIM

	Vista LB	CDI
2018	2,9%	1,1%
2019	36,4%	6,0%
2020	21,8%	2,8%
jan	-2,9%	0,4%
fev	5,1%	0,3%
mar	-17,0%	0,3%
abr	9,4%	0,3%
mai	5,2%	0,2%
jun	8,2%	0,2%
jul	3,5%	0,2%
ago	-0,4%	0,2%
set	-3,8%	0,2%
out	-2,9%	0,2%
nov	14,6%	0,1%
dez	4,6%	0,2%
Acumulado	70,9%	10,1%