

Filosofia de investimento x estratégia de investimento: Parte 3 - Valor Relativo, Arbitragem e Quase Arbitragem

Revista Capital Aberto – Agosto de 2023

No terceiro artigo da série, entenda as estratégias de valor relativo por meio das transações de long short, “arbitragem” e “quase arbitragem”

Por Alexandre Póvoa

Nas duas últimas colunas — “Filosofia de investimento x Estratégia de investimento (*market timing*) – Parte 1” e “Filosofia de investimento x Estratégia de investimento (valor) – Parte 2”, diferenciamos esses dois importantes conceitos. Relembrando, filosofia de investimento é a forma de ver o mundo, acreditar em uma direção de como ganhar dinheiro. Já a estratégia consiste, a partir dessa visão, nos meios implementados para atingir esse objetivo.

Debrucemos agora sobre operações que envolvem normalmente mais de um ativo. Essa filosofia parte do pressuposto de que há ganhos a serem capturados no diferencial de valor de ativos na ponta de venda ou de compra.

Os investidores buscam comprar ações, usando o método de valorização relativa (múltiplos, fluxo de caixa ou qualquer outra metodologia), que atendam a certas condições e que pareçam baratas comparativamente às alternativas de investimento. Ben Graham, o chamado “pai da análise fundamentalista”, sugeriu certos parâmetros para essa estratégia. Como, por exemplo, a compra de ações cujo retorno (medido pelo inverso da relação preço/lucro, o P/L) superasse em duas vezes a rentabilidade prometida pela renda fixa naquele momento.

É fundamental a diferenciação clara entre valor intrínseco e arbitragem. Ambos os conceitos são usualmente tratados como sinônimos, mas isso não é correto. Trata-se de operações que comparam dois ativos diferentes. Investidores apostam que, em algum prazo de convergência, o título cujo preço está abaixo do valor intrínseco deverá ser negociado a uma cotação relativamente maior do que a do ativo cujo preço está acima de seu valor dito justo.

Filosofia de valor aplicada via estratégia do valor relativo – long short (ação A “comprada” e ação B “vendida”). Fundos long short são os maiores representantes desse tipo de operação. Hoje, essa categoria monta a 17,2 bilhões de reais (apenas 0,17% da indústria). A operacionalização é simples. Se eu, como gestor, percebo, por exemplo, mais valor nas ações da Vale do que em Petrobras,

compro papéis da primeira e vendo os da segunda. Mas fica a pergunta seguinte: Como posso vender algo que não possuo? Aí entra o mercado de aluguel de ações, também em franco crescimento no Brasil. Mediante o pagamento de uma taxa de remuneração (que varia de acordo com a oferta e a demanda pelo ativo), eu alugo a ação de Petrobras e vendo no mercado. A partir da compra concomitante de Vale, não importa se o mercado vai “cair ou subir 10%”. O que vai ditar o sucesso da operação é o comportamento relativo de Vale e Petrobras. Se Vale subir 5% e Petrobras apenas 3% em determinado período (o prazo da operação é limitado pelo tempo de aluguel), há lucro no chamado par. Idem se a Vale cair 7% e Petrobras 9% — novamente, não importando o desempenho do Ibovespa.

Há três tipos de classificação nas operações long short:

- ⇒ Operação interssetorial - Envolve duas ações de empresas em setores diferentes. O exemplo anterior de Vale (mineração) e Petrobras (petróleo) ilustra esse tipo de transação.
- ⇒ Operação intrassetorial – Engloba dois papéis do mesmo segmento. Exemplo: Cyrela x Eztec, ambas do ramo imobiliário.
- ⇒ Operação ON X PN – Diz respeito à aposta no diferencial entre ações de diferentes classes — ordinárias e preferenciais — da mesma empresa. Exemplo: uma compra de Eletrobras ON x uma venda de Eletrobras PN.

Risco de “córner”

É claro que há riscos nesse tipo de transação. Em ações de menor liquidez, o investidor que alugou as ações pode sofrer com o chamado “córner”. Suponhamos que eu tenha alugado e vendido um papel A do setor farmacêutico. A ação é de uma empresa de baixa capitalização no mercado (a chamada small cap) e com volume reduzido de negociação em bolsa. Cogite-se que há uma grande quantidade de pessoas também dispostas a vender a ação (o que eleva a taxa do aluguel). A empresa A então anuncia, por hipótese, um remédio que pode ser a cura para o câncer. A ação dispara e os “vendidos” são obrigados a correr para recomprar o papel, potencializando ainda mais a alta (córner).

O grande charme da operação de valor relativo (long short) é que ela independe da direção do mercado para produzir resultados, consistindo em uma excelente diversificação de portfólio. Também se torna importante indicar que muitos gestores fazem a posição de carteira com vários papéis de que gostam versus papéis de que não gostam.

Já o termo “arbitragem” é, no senso comum do mercado financeiro, usado de forma aleatória. Refere-se a qualquer ato de comprar um ativo e vender outro, auferindo ganhos. Fala-se erradamente em arbitragem como sinônimo de long

short. Porém, qualquer operação que não se enquadre como “arbitragem pura” ou, pelo menos, uma “quase arbitragem” não deve conter o nome “arbitragem” em sua classificação. É um erro, a propósito, que muitos investidores e analistas insistem em repetir. Arbitragem é apenas uma categoria de operações de valor relativo.

Filosofia de valor relativo aplicada via estratégia de “arbitragem pura”

Consiste em uma operação com dois ativos exatamente iguais negociados a preços diferentes, havendo liquidez suficiente para que essa distorção não exista. Tal fato ocorre com frequência no mercado de futuros e opções, onde o investidor pode criar um derivativo que replique exatamente o fluxo de caixa do ativo. Isso faz com que obrigatoriamente os preços convirjam em algum momento, gerando ganhos sem risco.

Filosofia de valor relativo aplicada via estratégia de “quase arbitragem”

Reflete dois ativos diferentes, mas com fluxos de caixa idênticos ou praticamente iguais. Por exemplo, o preço de um ADR da Petrobras negociado em Nova York e a ação da empresa no Brasil. Considerando-se a taxa de câmbio em determinado momento e os custos de transação, ambos têm de ser negociados no mesmo patamar no mesmo momento.

Sistemas modernos em eficiência e rapidez procuram capturar as distorções que podem gerar lucros. No entanto, dada a existência de ofertas de compra e venda que podem ser fechadas instantaneamente por qualquer agente, além da volatilidade da taxa de câmbio, não é correto se referir a essa categoria como uma arbitragem pura e sim como uma quase arbitragem.

Operações de valor relativo são cada vez mais comuns. Sobre tudo com o uso de robôs programados que, juntamente com outras transações (de cunho estatístico, principalmente), hoje correspondem a mais de 50% do volume negociado nas principais bolsas mundiais.

Alexandre Póvoa (alexandre.povoa@metaam.com.br) é estrategista da Meta Asset Management e autor dos livros *Valuation, como precificar ações e Mundo financeiro, o olhar de um gestor*