



Ronald Mc Donald de Mello Motta Lunau

**Mercado de Aluguel de Ações:
Um produto a ser explorado no mercado de capitais
brasileiro**

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador: André Cabús Klötzle

Rio de Janeiro
Novembro de 2015

Resumo

Lunau, Ronald Mc Donald de Mello Motta. Mercado de aluguel de ações: um produto a ser explorado no mercado de capitais brasileiro. Rio de Janeiro, 2015. 24 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O trabalho tem como objetivo explicar o funcionamento do mercado de aluguel de ações no Brasil. Serão abordados todos os processos que envolvem o mercado de aluguel. Além disso, serão mostradas operações e estratégias que o investidor possa utilizar para adquirir um retorno maior para sua carteira. O trabalho descreverá como funcionam as operações de *long & short* e a de Juros sobre Capital Próprio (JCP). Para as operações citadas, também serão demonstradas situações de caso real e simulações, objetivando um melhor entendimento do leitor.

Palavras-chave:

Aluguel, Mercado de Capitais, Investidores.

Abstract

Lunau, Ronald Mc Donald de Mello Motta. Stock lease: a product to be explored in the Brazilian capital market. Rio de Janeiro, 2015. 24 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The paper aims to explain how the stock lease works in the Brazilian market. All of the processes that involve the stock lease market will be addressed. Also, operations and strategies will be showed so that the investors can use to get a greater return to its portfolio. The paper will describe how the operations of *long & short* and Interest on Capital (IoC) works. For these operations, real case situations and simulations will be demonstrated for a greater understanding of the reader.

Key-words:

Lease, Capital Market, Investors.

Sumário

1 O tema e o problema de estudo	1
1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo	1
1.2. Objetivo Final	2
1.3. Objetivos Intermediários	2
1.4. Delimitação do Estudo	3
1.5. Justificativa e relevância do estudo	3
2 Revisão de literatura	4
2.1. Venda a Descoberto	4
2.2. O Banco de Títulos (BTC)	4
2.2.1. Garantias	5
2.3. Tipos de Contratos	7
2.4. Riscos Envolvidos	8
2.5. Taxas	9
2.6. Tributos da Operação	11
3 Metodologia da Pesquisa	13
3.1 Tipos de Pesquisa	13
3.1.1 Pesquisa quanto aos fins	13
3.1.2 Pesquisa quanto aos meios	13
3.2 Coleta de Dados	13
3.3 Limitações da Pesquisa	14
4 Resultados	15
4.1 Long & Short	15
4.2 Juros sobre Capital Próprio (JCP)	17
4.3 Análise das operações	19
5 Conclusão	22
5.1. Sugestões e recomendações para novas pesquisas	23

Lista de Figuras

Figura 1 - Evolução do Ibovespa ao Longo dos Últimos Anos.....	1
Figura 2 - Variação do Preço de OGXP3, Variação da taxa de OGXP3, e Volume Negociado no Período de Outubro de 2012 a Outubro de 2013	10
Figura 3 - Variação da Taxa de Aluguel	18
Figura 4 - Distribuição de Dividendos para VALE5.....	18
Figura 5 - Distribuição de Dividendos para VIVT4	21

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Garantias Depositadas Atualizadas Diariamente.....	6
Tabela 2 - Dez Empresas com Maior Participação no Ibovespa e seu Respetivo Deságio	7
Tabela 3 - Operação de Long & Short.....	15
Tabela 4 - Operação de Long & Short.....	16
Tabela 5 - Operação de JCP	19

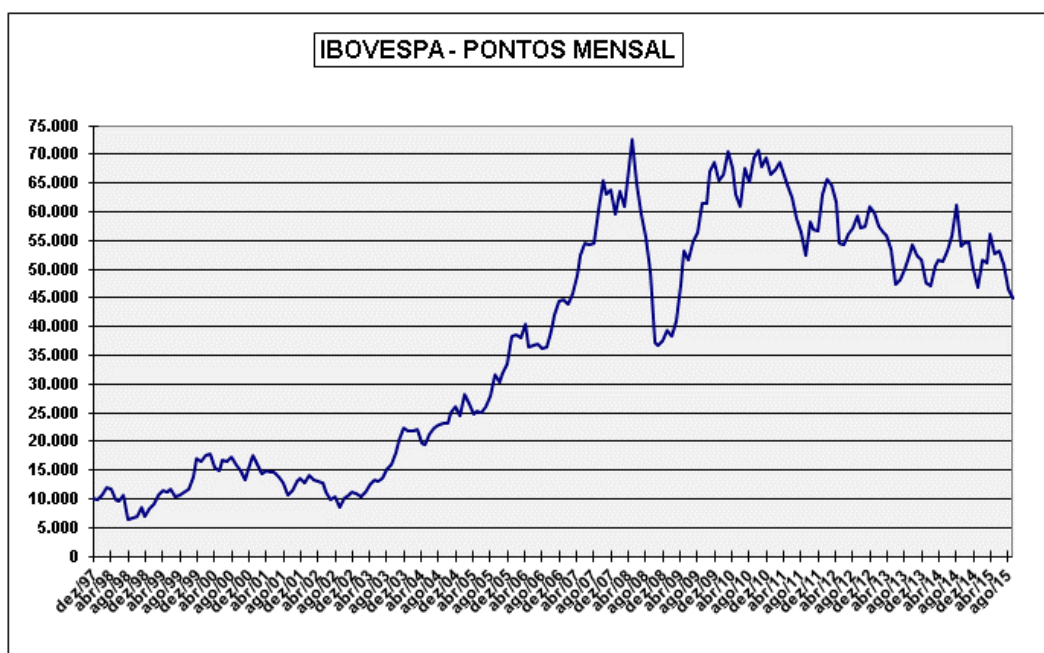
1 O tema e o problema de estudo

O mercado de capitais vem apresentando uma forte expansão no mundo nos últimos anos. No Brasil não foi diferente, o mercado brasileiro apresentou um forte crescimento, porém com uma forte volatilidade, devido principalmente às incertezas sobre a economia mundial. Nesse cenário de forte volatilidade, qual seria uma forma de limitar suas perdas e rentabilizar sua carteira? A resposta para isso pode ser através da venda a descoberto, vender o ativo sem ter, e para isso é necessário a utilização de um produto pouco difundido entre os investidores brasileiros, principalmente os pessoas físicas, o aluguel de ações.

1.1.Introdução ao tema e ao problema do estudo

Como dito anteriormente, o mercado de capitais brasileiro vem apresentando um crescimento acelerado, esse crescimento e a forte volatilidade podem ser observados pela evolução do Ibovespa ao longo dos anos. (Figura 1)

Figura 1 - Evolução do Ibovespa ao Longo dos Últimos Anos



Fonte: BM&FBovespa

Nesse cenário de forte volatilidade, os investidores começam a estudar outras operações, a fim de aumentar a rentabilidade de suas carteiras. Uma das operações utilizadas, é a venda a descoberto. Mas como um investidor vai vender um ativo mesmo sem possuir? Simples, ele aluga esse ativo, mas porque ele faria isso? Pois o investidor acredita na queda do ativo.

Podemos resumir essa operação da seguinte forma:

Um investidor acredita que um ativo hoje cotado a R\$ 10,00 terá uma desvalorização nos próximos meses e passará a valer R\$ 5,00. Vendo esse cenário ele vende esse papel a R\$ 10,00, mesmo sem ter, aluga o papel a certa taxa que será combinada com o doador, e quando o ativo chegar a R\$ 5,00 ele recompra e devolve para o doador, liquidando o contrato de aluguel. Nessa operação o tomador do papel ganhou o financeiro de ter vendido a R\$ 10,00 e recomprando a R\$ 5,00 menos os emolumentos que a bolsa cobra e as taxas praticadas no contrato de aluguel.

Dentro dessa perspectiva resumida de uma operação de aluguel, será explicado de forma mais elaborada como funciona o mercado de aluguel de ações no Brasil e algumas operações que podem ser feitas, para que tanto os tomadores e doadores do ativo consigam obter uma rentabilidade nesse tipo de operação.

1.2.Objetivo Final

Apresentar como funciona o mercado de aluguel de ações no Brasil, explicar as vantagens e desvantagens desse tipo de operação, sua regulamentação, e quais outras operações podem se beneficiar do procedimento de alugar um ativo, tais como operações de *long and short* e Juros sobre Capital Próprio (JCP).

1.3.Objetivos Intermediários

- Explicar como doadores e tomadores podem se beneficiar desse tipo de operação
- Apresentar operações mais elaboradas que o investidor pode utilizar após adquirir uma experiência maior.

1.4.Delimitação do Estudo

O trabalho tem como foco o mercado de aluguel de ações brasileiro, das ações negociadas na BOVESPA e que são operacionalizadas através do Banco de Títulos da CBLC (BTC). Além disso, serão abordados os conceitos de *Long and Short* e Juros sobre Capital Próprio (JCP).

1.5.Justificativa e relevância do estudo

O estudo tem como objetivo atrair investidores que não possuem conhecimento sobre esse mercado, expandir o conhecimento daqueles que já conhecem, mas que não se beneficiam desse tipo de operação e demonstrar simples estratégias que aumentem sua rentabilidade.

Também servirá para corretoras que ainda não oferecem esse tipo de produto para seus clientes e fundos de investimentos que não utilizam esse tipo de operação em suas estratégias de investimento.

2 Revisão de literatura

Neste capítulo serão apresentados os conceitos do mercado de aluguel de ações, tal como sua regulamentação. Os conceitos apresentados servirão para entender o funcionamento de tal mercado, lembrando que por não ser um tema muito comum em pesquisas acadêmicas no Brasil, o tema é encontrado apenas em citações de livros publicados por grandes autores.

2.1.Venda a Descoberto

Venda a descoberto significa vender um ativo sem possuí-lo, sendo assim, para que ocorra a liquidação da venda em D+3, o vendedor deverá efetuar um aluguel ou realizar um *Day-trade* - que consiste em comprar e vender o ativo no mesmo dia.

Segundo Miller (1977), a demanda por vendas a descoberto sobe, na medida em que aumentam o número de investidores pessimistas no mercado. O autor ainda diz que para que se tenha lucro com as vendas a descoberto, a queda do ativo deve compensar as taxas e os dividendos que o tomador do ativo deve ao doador.

Medeiros (2003) diz que a venda a descoberto é uma forma de aumentar de forma temporária a quantidade de ofertas nos mercados acionários, sem que sejam necessárias novas emissões de ações da companhia, sendo assim quanto maior for a ofertas nas vendas a descoberto, é esperada uma queda mais acentuada nos preços dos ativos.

2.2.O Banco de Títulos (BTC)

Segundo o site da BM&FBovespa, “O Banco de Títulos (BTC) é um serviço de empréstimos de ativos que atende tanto aos que querem emprestar, quanto aos que querem tomar emprestado um ativo financeiro mediante aporte de garantias. A Bolsa atua como contraparte central e garante as operações.” BM&FBovespa (2013)

Ela ainda diz que: “O acesso ao serviço se dá por meio de um sistema eletrônico. Para efetivar a operação o tomador se compromete a pagar ao doador uma taxa livremente pactuada entre as partes e o emolumento cobrado pela BM&FBOVESPA. No final do prazo acordado o tomador deve devolver os ativos emprestados ao proprietário.” BM&FBovespa (2013)

Essas negociações ocorrem na CBLCnet (Central Brasileira de Liquidação e Custodia), nela os investidores podem consultar as ofertas disponíveis para tomar e doar e podem inserir suas ofertas doadoras e tomadoras, essas ofertas são sempre feitas através de um agente de custodia da BM&FBovespa, pois um investidor não tem acesso a esse sistema. Além disso, a BM&FBovespa atua como contraparte de todos os contratos registrados, sendo assim, ela exige que o investidor tomador deposite garantias para ter certeza que esse investidor honrará com o contrato.

2.2.1.Garantias

A BMF&Bovespa exige garantias para certas operações (termo, opções, aluguel, dentre outras). Segundo o site da BMF&Bovespa, esses são os ativos que ela aceita como garantia:

- Títulos públicos federais nacionais;
- Títulos privados nacionais;
- Ouro ativo financeiro;
- Cotas de ETFs e ações de empresas listadas na BM&FBOVESPA e custodiadas na Central Depositária da BM&FBOVESPA;
- Limites e deságios para aceitação de ações em garantia e Cotas de fundos de investimento selecionados;
- Dividendos de ações aceitas em garantia;
- Cartas de fiança bancária;
- Títulos de emissão do Tesouro norte-americano;
- Outros ativos ou instrumentos financeiros.

Os ativos mais usados como garantias são os títulos públicos, ações, e ações BTC, representando respectivamente, 53,99%, 21,17% e 18,55% das garantias depositadas (Tabela 1).

Atualizado em 28/10/2015

Tabela 1 - Garantias Depositadas Atualizadas Diariamente

Ativo	Valor Total (R\$)	(%)	Valor Apropriado (R\$)	(%)	Excedente (R\$)	(%)
Títulos Públicos	42.678.556.172,9 ₄	53,99	37.504.256.872,9 ₀	71,30	5.174.299.300,04	19,57
Ações	16.736.978.523,3 ₆	21,17	6.902.797.247,86	13,12	9.834.181.275,50	37,19
Ações - BTC	14.666.860.791,9 ₅	18,55	4.065.223.780,41	7,73	10.601.637.011,5 ₄	40,09
Títulos Internacionais	3.942.826.385,13	4,99	3.608.282.446,20	6,86	334.543.938,93	1,27
CFI	459.075.000,00	0,58	294.672.329,52	0,56	164.402.670,48	0,62
CDB	262.649.016,35	0,33	88.992.021,57	0,17	173.656.994,78	0,66
Dinheiro	139.930.245,99	0,18	130.035.356,52	0,25	9.894.889,47	0,04
Dividendos	156.942.247,57	0,20	6.482.324,52	0,01	150.459.923,05	0,57
Ouro	3.813.148,08	0,00	1.510.273,03	0,00	2.302.875,05	0,01
Lucro	812.474,10	0,00	361.567,73	0,00	450.906,37	0,00
Fundos	-	0,00	-	0,00	-	0,00
Totais	79.048.444.005,4 ₇	100,0 ₀	52.602.614.220,2 ₆	100,0 ₀	26.445.829.785,2 ₁	100,0 ₀

Fonte: BM&FBovespa (2015)

Entretanto, nesses ativos aceitos como garantia das operações, é aplicado um deságio, que muda de períodos em períodos, por conta da volatilidade e liquidez das ações. Na tabela a seguir (Tabela 2) é apresentado o deságio dos ativos que possuem maior participação no Ibovespa.

Tabela 2 - Dez Empresas com Maior Participação no Ibovespa e seu Respetivo Deságio

Código	Ação	Part. (%)	Deságio
ITUB4	ITAUUNIBANCO	10,282464	20%
ABEV3	AMBEV	7,43257	16%
BBDC4	BRABESCO	6,902908	18%
BRFS3	BRF AS	4,287524	20%
PETR4	PETROBRAS	4,046925	20%
CIEL3	CIELO	3,979703	16%
VALE5	VALE	3,489444	18%
JBSS3	JBS	3,446497	20%
ITSA4	ITAUSA	3,323211	19%
PETR3	PETROBRAS	3,308711	21%

Fonte – BM&FBovespa 2015

No caso de um ativo possuir um deságio de 100%, ele não serve como garantia, como exemplo podemos citar o caso de BVMF3.

2.3.Tipos de Contratos

Na operação de aluguel, existem basicamente três tipos de contratos: *normal*, *call* e *fixo*.

O contrato *normal* é aquele no qual o doador ao doar seu ativo não tem o direito de “puxar” o papel de volta no momento em que quiser, ele terá que esperar o vencimento do contrato ou a vontade do tomador em devolver seu ativo. Por conta disso, a maioria dos contratos fechados no BTC não atende a esse requisito, pois nesse caso o doador não pode vender seu papel quando julgar necessário.

Chamamos de um contrato *call*, aquele em que o doador tem o direito de “puxar” seu papel no momento em que julgar necessário, após essa solicitação o tomador do papel tem o período de D+4 para a devolução do papel, caso não ocorra, esse tomador pagará uma multa e tem o risco de ter suas garantias executadas. Geralmente não é o que ocorre, mas pode vir a ocorrer, principalmente quando é um ativo com pouca liquidez no mercado. Esse é o tipo de contrato mais praticado no mercado, pois ambas as partes tem a liberdade de liquidar o contrato no momento em que julgarem necessário.

E existe o contrato fixo, onde o doador define um prazo para o vencimento do contrato e esse prazo será cumprido independente de alguma parte no

contrato quiser liquidar. São raros os casos em que ocorre esse tipo de contrato, geralmente ocorrem quando há pouca oferta para tal ativo no mercado e o tomador já está vendido a descoberto, fazendo com que seja necessário que ele tome o papel nessas condições para não pagar multa de sua venda a descoberto.

2.4.Riscos Envolvidos

Como toda operação, a operação de aluguel envolve riscos, e dentro desses riscos está o de no dia do vencimento do contrato o tomador não devolver o ativo do doador. Por conta disso, para assegurar que o doador receba seus ativos mais as taxas de remuneração, o BTC realiza:

- Recálculo diário das necessidades de garantia e quando necessário exige que o tomador as deposite na BM&FBOVESPA (chamada de garantias).
- Execução de garantias do tomador, quando necessário.
- Emissão de uma ordem de compra para que os ativos devidos ao doador sejam comprados no mercado.
- Aplicação de multa de 0,2% ao dia no caso de atraso na entrega.

Para o doador, o único risco é do tomador não devolver o ativo na data estipulada.

Há também a questão dos proventos, uma das dúvidas mais frequentes nesse tipo de operação é se o doador continua tendo direito aos seus proventos, tais como dividendos, juros sobre capital próprio e subscrição.

Segundo o site da BMF&Bovespa, o doador apesar de não ser mais titular dos ativos ao emprestar e não receber o provento da companhia, o sistema BTC é encarregado de reembolsar o doador como se esse ainda estivesse com os ativos em sua custódia, através de um crédito financeiro corresponde aos proventos que ele tinha direito (dividendos e juro sobre capital próprio). E na outra ponta, o BTC debita do investidor tomador o mesmo financeiro que é de direito do doador.

Por outro lado, o investidor tomador está sujeito a mais riscos nesse tipo de operação, principalmente quando resolve vender a descoberto um papel com pouca liquidez, portanto pouca oferta doadora, antes de efetuar o aluguel do ativo. Deste modo esse investidor estará sujeito à multa da não liquidação de

sua venda no mercado a vista, isso é, em D+3 (data em que tem que entregar o ativo para quem comprou), caso não ocorra essa entrega.

Há também o risco da operação não ocorrer como espera o tomador: o ativo ao invés de desvalorizar no período, valorizar, fazendo com que no dia do vencimento ele tenha que comprar o ativo mais caro do que vendeu para devolver para o doador. Assim, além das taxas pagas no contrato, ele ainda perderá o financeiro de ter vendido mais barato e comprado mais caro. Nesse caso, o tomador pode optar por renovar o contrato em seu vencimento, caso seja a vontade do doador também, esperando que num futuro esse ativo fique mais barato e não ocorra um prejuízo financeiro para ele.

Jones e Lamont (2002) explicam essa situação de custo do aluguel em seu trabalho sobre as restrições a venda a descoberto. Os autores estabelecem uma relação inversamente proporcional a ações que têm maior facilidade de serem alugadas e as que são mais difíceis de serem alugadas. Segundo Jones e Lamont (2002), os ativos que têm uma maior facilidade em serem alugados possuem um retorno alto, e são negociados a taxas referencias de mercado.

Por outro lado, as ações que têm uma maior dificuldade de serem emprestadas apresentam um retorno baixo, podendo até ser negativo. Entretanto, ressalte-se que, conforme estabelecido pela BM&FBovespa, no Brasil este retorno não pode ser negativo, e varia entre 0% e 500% ao ano.

Jones e Lamont (2002) ainda dizem que as taxas praticadas no mercado de aluguel de ações são os custos monetários de se vender a descoberto determinado ativo.

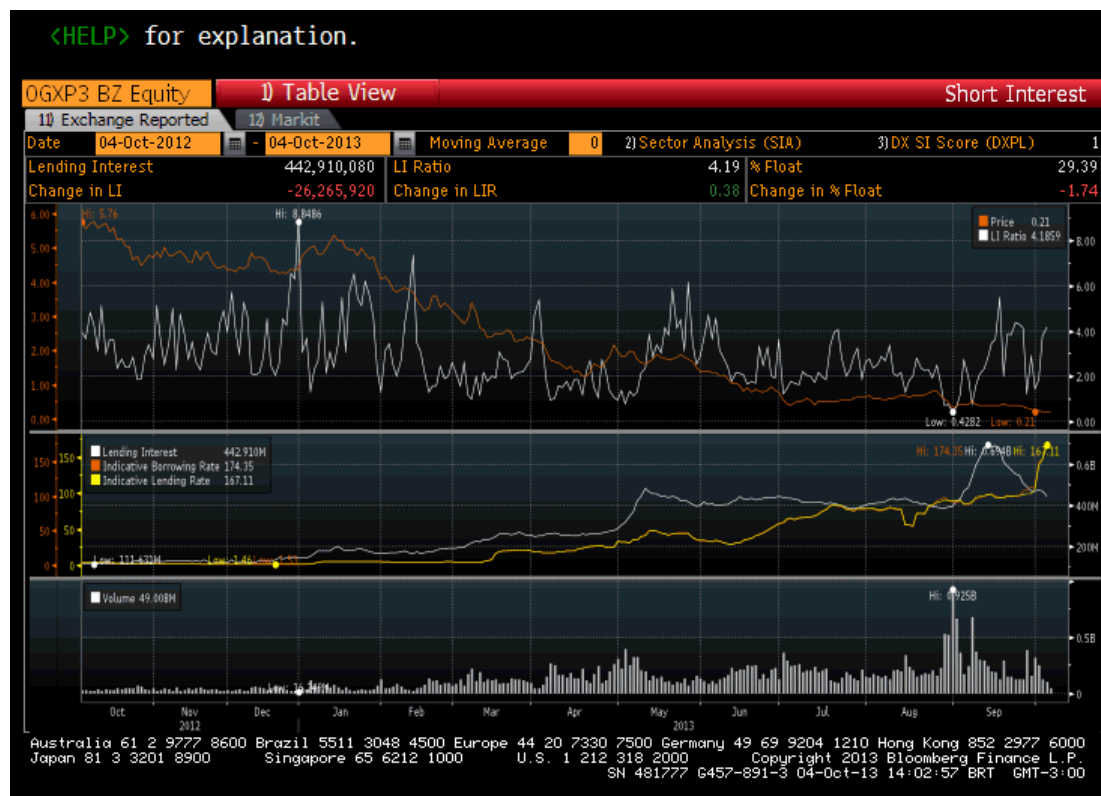
2.5.Taxas

Num contrato de aluguel, a remuneração do doador vai variar de acordo com a taxa paga no ativo negociado, e no contrato de aluguel não existe taxa fixa, sendo elas livremente negociadas entre o doador e o tomador.

Essas taxas podem variar muito de ativo para ativo, vai depender muito da oferta e demanda. Segundo Mankiw (2009), oferta e demanda são as forças que fazem os mercados funcionarem, são elas que determinam a quantidade de certo bem produzido e o preço que tal bem será vendido. No caso do aluguel o bem é o ativo que o doador possui, e o preço é a taxa que ele cobra por doar esse bem. Essa variação de taxa pode ser observada na figura a seguir (Figura 2), onde a taxa mínima do doador (*Indicative Lending Rate*) foi 1,46% em

dezembro de 2012 e a taxa máxima do doador, dez meses depois, foi de 167,11%.

Figura 2 - Variação do Preço de OGXP3, Variação da taxa de OGXP3, e Volume Negociado no Período de Outubro de 2012 a Outubro de 2013



Fonte – Bloomberg

As taxas praticadas numa operação de aluguel são anuais (% a.a.) e o preço de referência é o preço médio de D-1 da data da operação. Para calcular quanto o doador irá ganhar e quanto o tomador irá pagar num contrato de aluguel, utiliza-se a seguinte fórmula:

$$R_D = (Q * C) * \left[\left(1 + \left(\frac{i}{100} \right) \right)^{\frac{du}{252}} - 1 \right]$$

onde:

RD = remuneração do doador

Q = quantidade de ativos emprestados

C = cotação utilizada para o empréstimo

i = taxa anual de remuneração definida pelo doador

du = dias úteis em que o empréstimo esteve vigente

Sendo assim, um investidor que resolveu doar 10.000 OGXP3, a um preço médio de R\$ 1,00, uma taxa de 70% ao ano e o contrato ficou vigente por vinte e dois dias úteis, irá ganhar uma receita bruta de:

$$RD = (10.000 * 1) * \left[\left(1 + \left(\frac{70}{100} \right) \right)^{\frac{22}{252}} - 1 \right]$$

$$RD = R\$ 474,14$$

Nesse caso fictício, porém plausível de ocorrer, caso o doador tenha optado em ficar *long* no ativo (comprado no ativo para um longo prazo) e não tivesse disponibilizado seus ativos para aluguel, esse investidor estaria deixando de ganhar R\$ 474,14 nesse mês.

2.6. Tributos da Operação

A BM&FBovespa trata a operação de aluguel de ações como uma operação de renda fixa, portanto nesse sentido o imposto que incide sobre o doador segundo o site da BM&FBovespa (2013) é:

- Pessoa física e jurídica:
 - Até 180 dias - 22,5%
 - De 181 a 360 dias - 20%
 - De 361 a 720 dias - 17,5%
 - Acima de 720 dias - 15%
 - Investidor estrangeiro - 15%
 - Paraíso Fiscal - 25%
 - Instituição financeira – isenta

Ressalte-se que o vencimento padrão de um contrato de aluguel é de 30 dias corridos, com raras exceções, onde o doador pode optar por disponibilizar seu ativo por um período mais longo. Sendo assim, na maioria dos casos, o doador paga 22,5% de imposto.

3 Metodologia da Pesquisa

3.1 Tipos de Pesquisa

Segundo Vergara, uma pesquisa pode ser classificada quanto aos fins e quanto aos meios.

3.1.1 Pesquisa quanto aos fins

Quanto aos fins, foi utilizada a pesquisa exploratória, pois, segundo Vergara (2007), ela é realizada em área na qual há pouco conhecimento científico acumulado ou sistematizado. Apesar do mercado de aluguel de ações existir há quinze anos no Brasil, ainda não encontramos muitos artigos e publicações acerca do assunto. Fato é que ele só começou a ser realmente utilizado de uns três anos pra cá. Sendo assim, é um mercado com bastante potencial para ser explorado no Brasil.

3.1.2 Pesquisa quanto aos meios

Quanto aos meios, a pesquisa selecionada foi a bibliográfica, pois, segundo Gil (2008), é uma pesquisa desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. A bibliográfica foi selecionada para que o assunto tenha um embasamento forte e que tenha os seus principais pontos investigados. Para isso foram realizadas buscas em artigos, documentos e textos de outros mercados, onde o aluguel de ações é considerado um produto do mercado financeiro mais maduro e que já é utilizado a mais tempo do que no mercado brasileiro, como por exemplo, nos EUA. A pesquisa também pode ser considerada estatística, pois foi realizada uma simulação prática no mercado doméstico de Renda Variável, apurando seus resultados financeiros.

3.2 Coleta de Dados

A coleta de dados é a forma como se obtêm os dados necessários para responder ao problema (Vergara, 2007).

Sendo assim, essa coleta de dados foi feita através de textos e documentos sobre o mercado de aluguel de ações, principalmente do mercado doméstico, mas também utilizando subsídios daqueles mercados mais maduros, como, por exemplo, dos EUA e o europeu.

Além disso, foram utilizados sites de internet com credibilidade no assunto, e conversas com outros operadores de aluguel do mercado brasileiro, conversas essas que se estenderam a operadores de outros mercados, no caso de as informações obtidas no mercado brasileiro não terem sido suficientes.

3.3 Limitações da Pesquisa

Vergara (1997, p.59) afirma que “todo método tem possibilidades e limitações”. Assim, a pesquisa realizada tem apenas caráter informativo, para agentes do mercado que ainda não estão familiarizados com o assunto em questão, não tendo como objetivo encorajar pessoas com nenhuma ou pouca experiência a realizar esse tipo de operação sem o intermédio de agentes do mercado plenamente capacitados para tal assunto.

4 Resultados

4.1 Long & Short

Pode ser considerada a principal operação para quem toma papel no aluguel. A operação consiste em vender um ativo que não possui, isto é, ficar *short* no papel e com o mesmo financeiro, comprar um ativo que o investidor acredita que vá subir, em outras palavras, ficar *long* no papel.

A escolha do par pode ser feita através da observação do comportamento gráfico das ações, quando houver uma distorção no par, um *spread* entre eles, que é a divisão dos preços entre esses dois papeis, ou através de fundamentos, quando há expectativa que o resultado de uma empresa venha bom e o de outra venha ruim.

Normalmente as escolhas dos pares são feitas por empresas do mesmo setor ou de empresas que possuem ações preferenciais e ordinárias (PN X ON).

Nos exemplos a seguir, podemos observar duas operações de *long & short*. As mesmas são verídicas e ocorreram na corretora ELITE CCVM. Nas operações as escolhas dos pares foram feitas através do comportamento gráfico das ações. Em uma o cliente obteve lucro, e na outra, prejuízo. Observa-se que foram considerados os custos de aluguel e a corretagem envolvida na operação, como visualizado a seguir:

Tabela 3 - Operação de Long & Short

		Entrada	Saída	%
LONG	OIBR4	R\$ 3,67	R\$ 3,69	0,63%
SHORT	TIMP3	R\$ 9,04	R\$ 8,68	3,98%

		QTD	Resultado	Corretagem	Resultado Líquido
LONG	OIBR4	83000	R\$ 1.660,00	-R\$ 6.541,90	R\$ 7.358,10
SHORT	TIMP3	34000	R\$ 12.240,00		

		QTD	Taxa	Prazo	Resultado
Aluguel	TIMP3	34000	5%	10 dias	-R\$ 595,60

Fonte: ELITE CCVM

Como se pode ver na operação acima, o cliente obteve um lucro líquido de R\$ 6.762,50.

Neste caso, o cliente ganhou nas duas pontas, na *long* e na *short*, o que seria o melhor dos cenários para esse tipo de negociação. Pode-se notar que, nesse cenário, o cliente não possui devolução de corretagem, pagando no final da operação uma corretagem alta. Caso esse mesmo cliente possuísse uma devolução de 50%, por exemplo, o lucro dele aumentaria em R\$ 3.270,95, passando para um total de R\$ 10.033,45. Isso porque ele teve um custo de R\$ 595,60 para ficar com o ativo TIMP3 alugado por um prazo de dez dias úteis.

Por outro lado, o cliente que estava com esse ativo parado em carteira ganhou R\$ 595,60 brutos, num período de apenas 10 dias úteis, sem correr risco, por ter o papel em carteira e disponível para aluguel.

A segunda operação pode ser acompanhada adiante:

Tabela 4 - Operação de Long & Short

		Entrada	Saída	%
LONG	OIBR4	R\$ 2,72	R\$ 2,71	-0,37%
SHORT	TIMP3	R\$ 8,30	R\$ 8,54	-2,89%

		QTD	Resultado	Corretagem	Resultado Líquido
LONG	OIBR4	111000	-R\$ 1.110,00	-R\$ 6.608,50	-R\$ 16.598,50
SHORT	TIMP3	37000	-R\$ 8.880,00		

		QTD	Taxa	Prazo	Resultado
Aluguel	TIMP3	37000	7,5%	15	-R\$ 1.324,85

Fonte: ELITE CCVM

Nessa operação, utilizando os mesmos ativos, o cliente teve um prejuízo líquido de R\$ 17.923,35, e perdeu na ponta *long* e na *short* — justamente o contrario da operação anterior, em que ele ganhou nas duas pontas.

Percebe-se, também, que a taxa para o aluguel do mesmo ativo da primeira operação aumentou em 2,5%, elevando seu custo total. Uma forma de amenizar um pouco esse prejuízo seria ter alugado os ativos que ele comprou na hora de fazer o *long&short*. Por exemplo, alugando as OIBR4 a uma taxa de 10% a.a., utilizando a formula $RD = (111.000 \times 2,72) \times [(1 + (10/100))^{15/252} - 1]$, ele teria um retorno de R\$ 1.717,73 brutos, que poderia ter sido abatido do seu prejuízo total.

4.2 Juros sobre Capital Próprio (JCP)

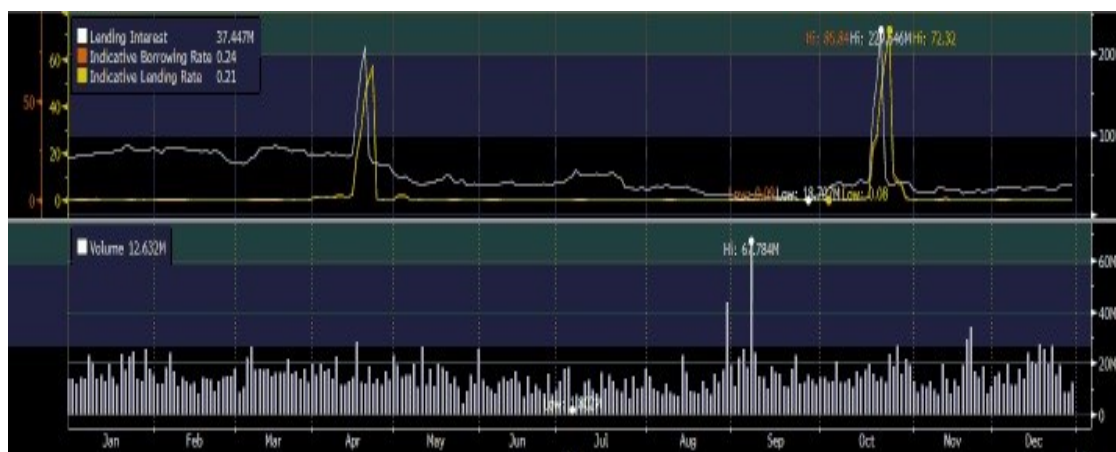
A operação de Juros sobre Capital Próprio era uma operação realizada por fundos e clubes de investimentos, que se aproveitavam de uma brecha na lei, através de um benefício fiscal, para aumentar seus ganhos. Porém, em 2014, entrou em vigor a MP nº 651, de 9 de julho, que obrigava todos a pagarem os 15% de imposto. Sendo assim, apenas fundos estrangeiros que operassem a descoberto poderiam se beneficiar desse artifício, pois eles continuariam não sendo tributados.

A operação ocorria quando grandes empresas anunciavam que pagariam JCP e os fundos procuravam tomar papéis de pessoas físicas e não residentes para realizar a operação. Isso porque a tributação aplicada a esse provento é diferente de quando ocorre pagamento de dividendos. No caso dos JCP, a Receita Federal tributa em 15% os investidores pessoa física e não residente na data do depósito, e já no caso dos dividendos, o investidor recebe integralmente o valor.

Como numa operação tomadora de aluguel, quando há distribuição de dividendos e Juros sobre Capital, quem recebe esses dividendos é o tomador do papel, mas eles são de direito do doador. Sendo assim, na data do pagamento dos JCP, o fundo que tivesse alugado o papel de um investidor pessoa física ou não residente recebia 100% dos JCP e repassava ao doador apenas 85%, já que esse é tributado, ficando assim com 15% da receita de JCP.

Como essa operação era bastante conhecida no mercado, esses 15% que sobravam para o fundo eram negociados anteriormente entre o tomador e o doador do papel através da taxa de aluguel que o tomador pagaria, para que não apenas o tomador se beneficiasse dessa brecha na lei. Como era um contrato de poucos dias, em épocas de JCP as taxas de aluguel costumavam sofrer grandes distorções, como podemos ver na figura a seguir, referente ao ativo VALE5:

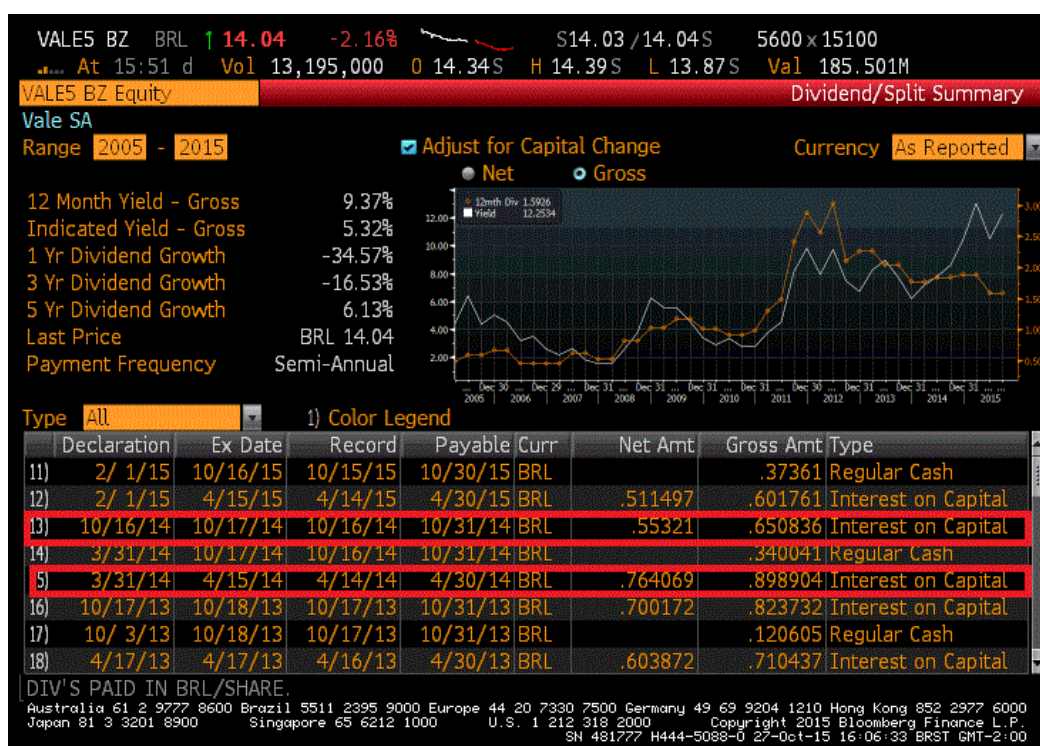
Figura 3 - Variação da Taxa de Aluguel



Fonte: Bloomberg

Repare que em abril e outubro de 2014 a taxa sofre uma enorme distorção, isso porque foram épocas em que a empresa distribuiu Juros sobre Capital Próprio. A figura adiante mostra, precisamente, as datas de pagamento dos JCP da empresa em questão:

Figura 4 - Distribuição de Dividendos para VALE5



Fonte: Bloomberg

Podemos simular o ganho dos tomadores e doadores nessa operação através do seguinte exemplo:

No dia 31/10/2014 a VALE5 pagou de Juros sobre Capital R\$ 0,650836 por ação. Livre de impostos, esse valor passa para R\$ 0,55321, resultando numa diferença de R\$ 0,650836 - R\$ 0,55321 = 0,097626 por ação. Caso o lote negociado seja de 100.000 ações, resultaria num benefício de R\$ 9.762,60, a ser negociado entre os tomadores e doadores do papel.

Diferente da operação de *long & short*, a operação de JCP foi uma simulação. Nela foi simulado um caso onde um doador pessoa física ou estrangeiro possuía um lote de 100.000 VALE5. Como citado acima, o lucro líquido dessa operação foi de R\$ 9.762,60, a serem divididos entre o tomador e o doador das ações. Geralmente nessa divisão, o detentor dos ativos costuma ganhar uma parte maior, geralmente numa proporção de 80/20 ou 70/30. Isso, obviamente, vai depender da negociação.

Por exemplo, se a data de pagamento for muito à frente da “data ex”, o poder de barganha do tomador é maior, pois o mesmo demorará mais tempo para recuperar o custo que ele teve para pagar o aluguel da operação. No exemplo acima, o poder de barganha do doador foi muito maior, podendo chegar a uma proporção de 90/10, porque a data de pagamento (31/10) está muito próxima da data ex (17/10).

No exemplo abaixo observamos como ficaria a taxa do contrato de aluguel para um prazo de 3 dias caso o benefício fosse dividido em 50/50.

Tabela 5 - Operação de JCP

PAPEL	Qnt. Inicial	Taxa	PU	Volume	Nº Dias	JCP	IR (15%)	Res. Liq.
vale5	100.000	22,48%	20,2	2.020.000,00	3	0,650836	0,0976254	9.762,60
Resultado Líquido		9.762,60						
tomador		4.881,30	50%					
Cliente doador		4.881,30	50%					

Fonte: Elite CCVM

4.3 Análise das operações

Como podemos ver, as operações mencionadas no trabalho são totalmente distintas, para mostrar a variedade de operações que podem ser efetuadas ao se utilizar a ferramenta de aluguel de ações. Nos casos citados, os riscos envolvidos nas operações são diferentes.

Numa operação de *long & short*, os riscos envolvidos são bem maiores, isso porque o investidor fica totalmente dependente da variação do mercado. Por isso, a distorção gráfica é tão importante para a operação, ainda mais por serem, geralmente, papéis do mesmo setor, então quanto maior a distorção, maior será a chance de um retorno e vice-versa.

Já numa operação de JCP, o risco, antes da MP nº 651, de 9 de julho, era praticamente inexistente, já que o retorno da operação podia ser calculado previamente, e era um lucro certo de ocorrer, diferente da operação de *long & short*.

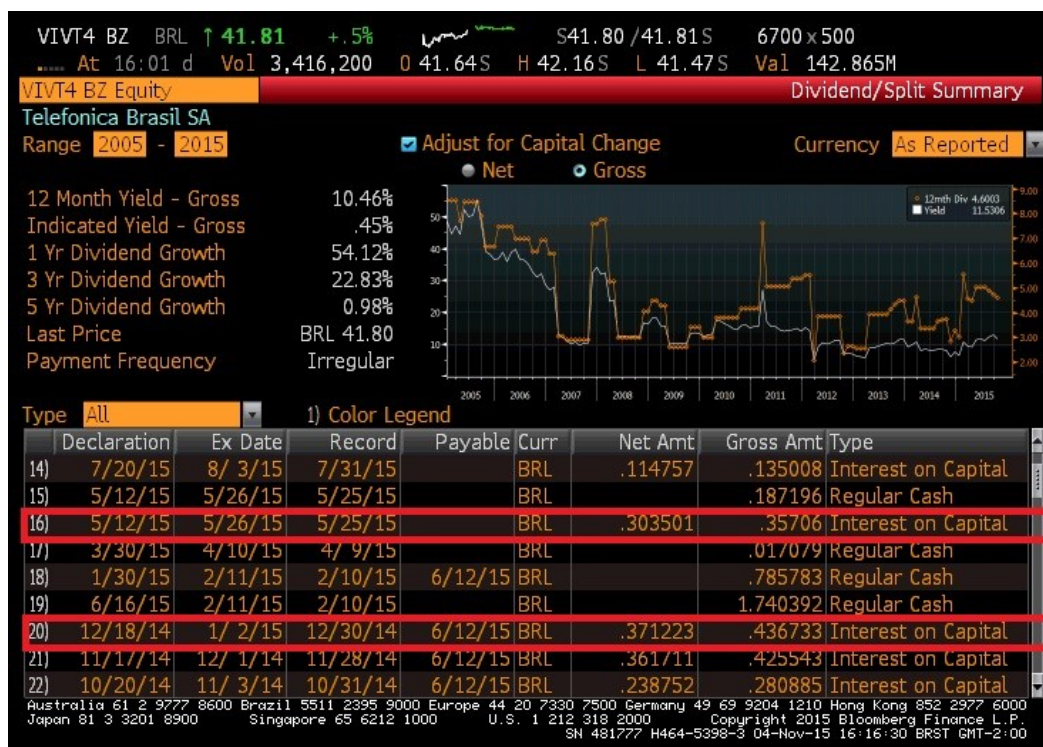
Entretanto, o investidor tomador precisaria ter certeza que está tomando o papel de uma pessoa física ou de um estrangeiro, para conseguir o benefício do imposto. Caso contrário, ele só teria o custo do aluguel, e não obteria retorno na operação.

Todavia, o investidor poderia, além do lucro certo advindo do JCP, realizar esse tipo de operação combinada com a efetiva venda a descoberto do ativo. Assim, teria que calcular seu lucro ou prejuízo na hora de recomprar as ações, somando ao ganho de 15% proveniente do JCP. Por exemplo, se a ação que ele vendeu a descoberto subisse, na hora de recomprar ele teria que calcular se o seu ganho com o JCP foi maior que essa recompra para que ele não saísse no prejuízo.

Por outro lado, se o ativo caísse, além dele ganhar com o JCP, iria ganhar na hora da recompra, pois estaria comprando o ativo mais barato do que vendeu.

Outra situação passível de ocorrer é a empresa que distribui os dividendos agendar a data de pagamento para um período muito além de sua data “ex-dividendo”, que é quando ocorre a operação de JCP. Nesse caso, o investidor tomador adquire o papel e vai pagar o contrato na sua liquidação, porém a remuneração dos juros pode ocorrer só daqui a seis meses, por exemplo, ou mesmo nem ser anunciada a data de pagamento, como ilustrado na figura a seguir:

Figura 5 - Distribuição de Dividendos para VIVT4



Fonte: Bloomberg

Na primeira parte grifada, só tem a “data ex” disponível, e no segundo caso, o pagamento foi realizado apenas seis meses depois da sua “data ex”, fazendo com que o investidor tivesse um custo seis meses antes de receber seu benefício. De qualquer forma, nesses casos, o tomador (investidor) tinha maior poder de barganha, o que reduzia um pouco suas despesas de aluguel.

5 Conclusão

O trabalho objetivou mostrar como funciona o mercado de aluguel de ações no Brasil, de forma clara e objetiva, passando por todos os processos necessários para que o investidor mais leigo pudesse compreender e se beneficiar dessa ferramenta. Além disso, foram demonstradas operações mais complexas, como o *long & short* e Juros sobre Capital Próprio (JCP).

A escolha do tema se deveu ao fato de muitos investidores ainda não possuírem conhecimento sobre essa ferramenta, principalmente aqueles Pessoa Física. Segundo o site da BMFBovespa, no ano de 2015, até setembro, apenas 14,92% dos investidores doadores eram Pessoa Física. Caso esse número fosse maior, consequentemente a liquidez do mercado à vista aumentaria, gerando mais operações e uma maior movimentação na bolsa de valores, pois muitos desses ativos que ficam parados nas carteiras dos clientes poderiam estar em circulação no mercado. Além disso, seria uma remuneração extra para os investidores que ficam com esses ativos parados em carteira.

Após a explicação de como funciona o mercado de aluguel, foram apresentadas duas operações distintas, de *long & short* e JCP, como forma de rentabilizar tanto os doadores como os tomadores do papel. Para exemplificar isso, os resultados das operações foram apresentados e discutidos, de modo a entender os riscos das operações.

Apesar da operação de JCP não ser mais tão utilizada por conta da MP nº 651, de 9 de julho, que faz com que todos tenham que pagar a alíquota de 15%, ela foi incluída no trabalho, pois ainda é fonte de receita para alguns fundos, que a realizam e operam a descoberto, não só ficando com o papel em carteira, como acontecia antigamente. Além disso, era uma operação polêmica, porém muito relevante para os investidores e o mercado de aluguel de ações, sendo assim importante também para o estudo em questão.

Ao final do trabalho, espera-se que o investidor esteja mais seguro para começar a operar no mercado de aluguel de ações, tanto na posição doadora como na tomadora, além de realizar outras operações que envolvam o aluguel. Assim, terá sido cumprido um dos objetivos deste estudo, o de esclarecer os investidores sobre o mercado de aluguel e seu funcionamento no Brasil.

5.1. Sugestões e recomendações para novas pesquisas

Em futuras pesquisas sobre o tema, seria interessante desenvolver novas estratégias para os investidores que operam *short*, além de alguma outra estratégia que possa substituir a operação de JCP, já que esta diminuiu consideravelmente por conta da nova MP.

Outra linha de pesquisa poderia ser feita quanto à relação entre queda do ativo x demanda pelo aluguel do mesmo. Ou seja, se existe alguma (e qual) correspondência entre o ativo estar caindo e a demanda pelo aluguel estar aumentando, e em que sentido esta correlação ocorre — se primeiro a demanda por aluguel aumenta e depois o preço do ativo cai, ou o oposto.

6 Bibliografia

BLOOMBERG. **Bloomberg Finance L. P.** Disponível na internet em:
<<http://www.bloomberg.com>>.

BMF&BOVESPA. **A Nova Bolsa.** <<http://www.bmfbovespa.com.br>>.

CBLC - **Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia.**
<<http://www.cblcnet.com.br>>.

GIL, ANTONIO CARLOS. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

INFOMONEY. <http://www.infomoney.com.br>

JONES, C. M.; LAMONT, O. A., Short-Sale Constraints and Stock Returns, **Journal of Financial Economics**, 66, Nos. 2-3, pp. 207-239, nov./dez. 2002.

MANKIW, NG. **Introdução à Economia.** Tradução da 3ª ed. São Paulo: Campus, 2009.

MEDEIROS, A. C., Avaliando a Hipótese de Miller em ADRs Latino-Americanos. Rio de Janeiro, 21 p. **Dissertação (Mestrado) – Escola de Pós-Graduação em Economia – Fundação Getúlio Vargas, RIO DE JANEIRO**, 2003.

MILLER, E., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. **Journal of Finance**, 32, No.4, 1151-1168, 1977.

VERGARA, SYLVIA CONSTANT. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração.** Editora Atlas, São Paulo, 2007.