

CARTA 1 – CASE DE INVESTIMENTO: LONG-SHORT EM BRADESPAR-VALE

Março de 2020

Caros investidores,

Neste memo, compartilhamos com vocês um investimento de arbitragem não ortodoxo que carregamos entre 2018 e 2019 e nos gerou ótimos resultados. É um bom exemplo da utilização da assimetria de risco-retorno a favor do investidor.

A operação consistiu na compra de ações da Bradespar acompanhada por venda de ações da Vale.

A Bradespar é uma *holding* de capital aberto fundada pelo bloco controlador do Grupo Bradesco com o objetivo de investir em ativos negociados em bolsa e diversificar o capital do Grupo.

Após a venda da totalidade de sua participação na CPFL Energia em dezembro de 2017, a Bradespar passou a ter como único investimento em seu portfólio a Vale, empresa da qual é sócia desde a sua privatização. Assim, a Bradespar passou a ser, na prática, um meio de investir indiretamente na Vale.

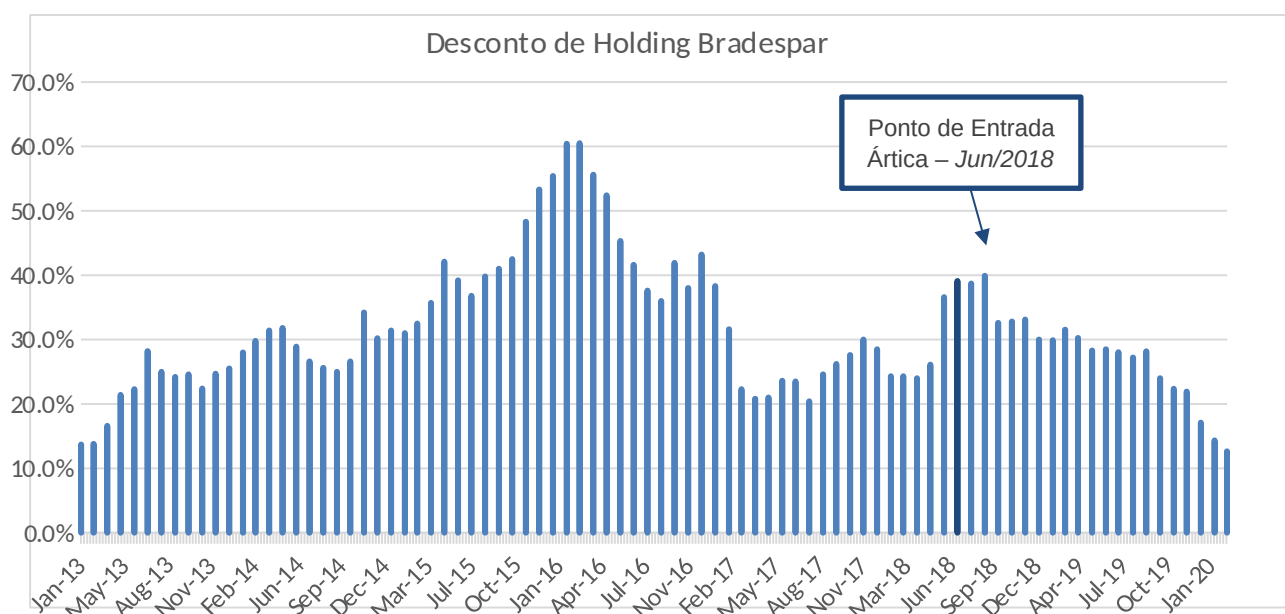
Como é comum em casos similares (observados em Gerdau - Metalúrgica Gerdau, Itaú Unibanco - Itaúsa, Iguatemi - Jereissati Participações, dentre outros), a Bradespar é cotada com um desconto de seu NAV¹ – i.e., vale em bolsa menos do que o valor de mercado da sua participação na Vale. Esse desconto é chamado de desconto de *holding* e existe devido ao fato de o veículo intermediário – a *holding* – adicionar uma camada a mais de incerteza no ativo, já que ela pode aplicar os recursos provenientes do seu investimento (dividendos, juros sobre capital próprio e vendas de ações a mercado) a seu critério, podendo, inclusive, destiná-lo a atividades pouco rentáveis, destruindo valor para os seus acionistas.

Em geral, o desconto de *holding* observado em casos similares oscila em torno de 20% do NAV, o qual, historicamente, é possível observar na Bradespar².

Em 2018, houve um movimento de aumento do desconto de *holding* devido a uma disputa judicial movida pela Elétron, uma empresa do Grupo Opportunity (do empresário Daniel Dantas). A disputa já tinha 11 anos e dizia respeito a um processo movido pela Elétron contra a Bradespar e Litel. Em maio de 2018, a justiça homologou um laudo pericial que estipulava uma indenização para a Elétron no valor de R\$ 4,4 bilhões, dos quais a Bradespar seria responsável por metade deste valor.

¹ NAV: *Net Asset Value*. Indica o valor de mercado dos ativos descontados do valor de mercado dos passivos.

² O pico do desconto de *holding* observado no gráfico (entre 2013 e 2016) ocorreu devido à aproximação do fim do Acordo de Acionistas da Vale, que iria expirar em 2017. Contudo, o Acordo foi renovado e voltou para níveis próximos a 20% em 2017



Fonte: Bradespar, Análise Ártica

A notícia fez com que o desconto de *holding* da Bradespar aumentasse consideravelmente (o desconto chegou a atingir 40%, conforme mostrado no gráfico acima). Na nossa visão, o aumento foi exagerado: mesmo assumindo um cenário em que a Bradespar arcasse com 100% da contingência, ou seja, R\$ 4,4 Bi, o desconto ajustado ainda seria de 23,5%, acima da média histórica de 20%. Para nós, este seria o pior cenário possível.

Em R\$ Bi Valores de 20/set/2018, data do último aumento da posição	Cenário Otimista	Cenário provável	Cenário pessimista
Valor da participação da Bradespar em Vale, descontado de outros passivos da Bradespar (A)	19,6	19,6	19,6
Valor do passivo atrelado à disputa com Elétron (B)	0,0	2,2	4,4
Valor de mercado da Bradespar (C)	11,6	11,6	11,6
Desconto de <i>holding</i> ($D = 1 - C / (A-B)$)	39,2%	32,8%	23,5%

Para capturar essa oportunidade, nosso investimento deveria ser posicionado com base no desconto de *holding* da Bradespar, capturando o valor no retorno do desconto a níveis históricos. A maneira que encontramos para estruturar essa operação foi via um *long short*³: ficamos *long* em Bradespar (BRAP4) e *short* em Vale (VALE3), de modo que perdas geradas pela valorização de VALE3 fossem compensadas por ganhos com valorização de BRAP4 e que apenas a oscilação relativa entre o preço de BRAP4 e VALE3 afetasse nosso investimento – ponto importante, já que não queríamos apostar na direção absoluta do movimento dessas ações (o que evitou, por exemplo, que houvesse perda de capital para o Arcádia após o acidente de Brumadinho, quando as ações da Vale caíram mais de 24% em apenas um dia).

O fato de ser um *long short* dava ao investimento uma característica interessante pois não necessitava de grandes quantidades de recursos, já que utilizávamos o montante obtido na venda de VALE3 para comprar

³ *Long*: Investir em uma ação (ganhos ocorrem quando há valorização da ação); *Short*: Apostar contra a ação (ganhos ocorrem quando há desvalorização da ação). Estratégias *long short* são usadas para investimentos em que a tese é a variação relativa do valor dos ativos, não a sua variação absoluta.

BRAP4. Ou seja, não era necessário retirar recursos de outros ativos, ou mesmo do caixa, para aplicar na tese.

Montamos a operação entre junho e setembro de 2018, quando o desconto de *holding* oscilou ao redor de 39% até atingirmos o limite máximo permitido pelo regulamento do Arcádia.

Desde então, Bradespar, Litel e Elétron homologaram um acordo onde concordavam com uma indenização total de R\$ 2,8 Bi, bem abaixo dos R\$ 4,4 Bi iniciais, divididos igualmente entre Bradespar e Litel (R\$ 1,4 Bi para cada).

A Litel tentou cobrar a Bradespar judicialmente pelo reembolso dos R\$ 1,4 Bi pagos por ela, mas recentemente, em dezembro de 2019, foi divulgada a decisão judicial de que tal pleito foi negado.

Essas notícias refletiram positivamente no desconto, que caiu do nível de 39% para o patamar atual de 13% (em fevereiro de 2020). A queda no desconto gerou um ótimo resultado para o Arcádia – retorno total de 91,2%⁴ sobre o capital empregado, o que representa um retorno anualizado de 47,7% até fevereiro de 2020.

A pergunta que fica é a seguinte: o que aconteceria caso o desconto de *holding* aumentasse ao invés de diminuir? Embora “no papel” a operação pudesse apresentar um resultado negativo, na prática era só uma questão de tempo para o desconto diminuir, pois o mercado tende a corrigir deslocamentos de valor significativos ao longo do tempo. E tínhamos tempo suficiente para esperar porque como compramos Bradespar “barata”, os dividendos recebidos pela posição *long* eram superiores ao custo de manter a posição *short* – ou seja, efetivamente estávamos sendo pagos para esperar e ganhar dinheiro!

O caso descrito acima ilustra uma forma alternativa de obter um retorno diferenciado combinado a uma exposição a riscos bastante reduzida. Esse tipo de investimento serve como um importante complemento de portfólio e se torna ainda mais interessante em momentos de *bull market*, quando fica cada vez mais difícil encontrar boas ações a preços razoáveis na bolsa.

Para realizar investimentos como esse, é necessário estar atento às oportunidades que o mercado oferece, e exercitar as mesmas habilidades de bom senso e capacidade analítica que já são naturalmente exigidas para os investimentos mais tradicionais em ações.

⁴ Até 28/02/2020

Rentabilidade histórica acumulada⁵



Indicadores:

Patrimônio atual:

R\$ 76,5 milhões

Patrimônio médio em 12 meses:

R\$ 56,5 milhões

Rentabilidade acumulada:

1.003,3%

Rentabilidade em 12 meses:

20,4%

Rentabilidade em 36 meses:

519,6%

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano		Desde início	
													Arcádia	Ibovespa	Arcádia	Ibovespa
2013	-	-	-	-	-	2,2%	6,7%	(5,2%)	8,8%	8,3%	(1,0%)	(0,3%)	20,2%	8,2%	20,2%	8,2%
2014	(4,5%)	2,9%	2,2%	(0,9%)	4,2%	7,7%	1,2%	0,9%	(1,2%)	(1,2%)	6,2%	(1,7%)	16,0%	-2,9%	39,4%	5,0%
2015	(4,4%)	(3,6%)	3,4%	5,1%	1,3%	(4,2%)	(10,6%)	(2,9%)	0,2%	(8,7%)	0,5%	3,5%	-19,7%	-13,3%	12,0%	-8,9%
2016	(9,7%)	2,8%	20,9%	4,7%	1,8%	(0,7%)	16,1%	7,8%	(0,3%)	(1,0%)	1,6%	0,6%	50,3%	38,9%	68,3%	26,5%
2017	2,0%	3,7%	1,4%	2,6%	20,4%	1,7%	27,9%	9,4%	8,7%	8,9%	14,1%	(1,2%)	151,7%	26,9%	323,7%	60,5%
2018	22,1%	23,9%	0,8%	2,4%	29,7%	(8,4%)	7,9%	5,1%	(7,8%)	6,5%	(4,7%)	0,9%	98,8%	15,0%	742,3%	84,6%
2019	10,7%	(1,7%)	(3,4%)	(1,2%)	(5,7%)	(1,5%)	3,6%	1,0%	(7,8%)	14,0%	0,5%	25,0%	33,1%	31,6%	1.021,5%	142,9%
2020	2,7%	(4,2%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,6%	-9,9%	1.003,3%	118,8%

⁵ Arcádia teve início em 27/06/2013 como “clube de investimentos” e, em 27/09/2019 foi transformado em “fundo de investimento em ações”. Rentabilidade apresentada desde o início como clube em 27/06/2013 até 28/02/2020