

Short squeeze e os desafios da regulação e dos ambientes de negociação

Vinicius Carrasco (StoneCo e Departamento de Economia, PUC-Rio)

Bate papo com Marcelo Trindade, Cícero Vieira e Luiz Chrysostomo

CdG e CDPP, 18 de fevereiro de 2021

(Alguns) Papéis do Mercado de Capitais

- Transferência de recursos de poupadores para empreendedores
- Mecanismo de descoberta de preços e agregação de informação dispersa
 - No processo, papel relevante de sinalizar alocação de recursos
 - Quais atividades têm projetos com $NPV > 0$. Em quê investir?
 - Monitoramento da gestão (informação para provisão de incentivos)
- Melhorar a divisão de risco na economia
- Liquidez para empreendedores e outros (e.g., IPO Google) e investidores

Regulação

Ao desempenhar esses papéis, gera relevante benefício social mas também pode ensejar riscos. Papéis da regulação (do ponto de vista econômico):

- Dar insumos para que esses riscos sejam bem entendidos pelos agentes
- Garantir que, no bojo de sua atuação, agentes não transfiram a terceiros a consequências de riscos que gerem
 - “Externalidade”
- Criar ambiente para que papéis listados no slide anterior sejam cumpridos

Teoria Econômica:

“No Trade Theorems” (Milgrom e Stokey, 1982; Aumann, 1976):

- Visão de mundo comum (*common prior*) +
- Conhecimento comum de que uma alocação inicial é eficiente (Pareto ótima) =>
 - Agentes não transacionarão **MESMO** que recebam informação privativa
 - “Prova”: *Trade* é voluntário e individualmente racional

Ou seja:

- Se não concordarem em discordar, agentes não transacionarão por motivo especulativo
 - Trade somente por razões *fundamentais* (divisão de risco, financiamento de projeto de $NPV > 0$, provisão de liquidez...)

Teoria Econômica:

- Concordância em discordar (priors distintas) +
- Restrições a vendas a descoberto =>
 - Trade baseado em razões especulativas (resultado óbvio da discordância) e...
 - ... possibilidade de bolhas

Dois clássicos:

- Harrison e Kreps (1979)
 - Compra de uma opção de vender o ativo mais tarde a preço maior
- Scheinkman e Xiong (2003):
 - Existência de agentes excessivamente confiantes também gera um termo de opção (chance de encontrar um cara otimista e vender pra ele) no preço de um ativo

Bolhas e os papéis fundamentais do mercado de capitais :

- Falha na tarefa de descobrir preço “verdadeiro” de um ativo
- Consequências sobre alocação:
 - Preços altos mandam sinal de que recursos devam ser alocados à atividade
 - Preços altos por razões especulativas => *misallocation*

O quê fazer? Qual mecanismo de correção?

Aumentar a oferta!

Duas formas de aumentar a oferta:

- Emissão. Boa saída?
 - Darrell Duffie defende que se acomode a possibilidade de emissão rápida
 - Corrige mau apreçamento (até pelo sinal que envia à la Myers e Majluf (1984), mas...
 - ... coloca dinheiro em atividade que talvez não deva ser estimulada.
- Venda a descoberto
 - Short seller toma emprestado uma ação de A e vende para B
 - Permite que A e B tenham a ação!

PAPÉIS SOCIAIS do short seller: i) aumentar a oferta e, no processo, ii) impedir que recursos vão para maus negócios/gestores

Papel social (e benefício social) da venda a descoberto: exemplos

- Enron
- Housing Bubble dos anos 2000
 - Big Short e criação do mercado de CDS como forma de “short” os CDOs
 - “I wan to short THAT guy!”
- Solv-Ex (empresa que dizia extrair petróleo de areia de alcatrão...)
 - Exemplo retirado do divertido “Go down fighting: short sellers versus firms”, de Owen Lamont
- Empresas do Eike Batista (ver entrevista de Dorio Ferman sobre OGX)

Custos Sociais? Short Selling e externalidades:

- Menos claro que o caso de bancos
 - Transformação de maturidade e ativos ilíquidos e opacos
 - Contágio, externalidades pecuniárias, corridas (por percepções de risco do sistema), Tesouro entrando
 - LTCM: instituições financeiras emprestando
 - Estas têm requerimentos regulatórios e de K mais demandantes hoje...
 - Traz incentivo a monitorar
- Problemas de gerenciamento de risco (e.g., recall)
 - Majoritariamente “internalizável” pelos fundos e seus cotistas
- Disciplina pode ser imposta por meios privados
 - “Credores”, brokers, clearings limitando alavancagem

Noise Traders

- Investidores que transacionam irracionalmente ou por motivos exógenos
 - Inicialmente, artefato metodológico para escapar do paradoxo de Grossman e Stiglitz (solução era outra, nos ensina o prêmio Nobel de 2020...)
- De Long, Shleifer, Summers e Waldman: limites à arbitragem podem fazer com que sobrevivam (por meio da obtenção de retornos esperados superiores por um período)
 - Fator de risco adicional implicando
 - Desconto em média
 - Iliquidez
 - Preços descolados de fundamentos

Prejuízo a muitos dos papéis do primeiro slide...

Noise traders, arbitrageurs, bolhas e “meme investing”:

- Abreu e Brunnermeier (2003): persistência de bolhas a despeito da existência de arbitrageurs
 - Razão: incapacidade de coordenação desses agentes: problema de sincronia
- Meme investing (investimento coordenado por meio de aplicativos/redes sociais):
 - Mais noise traders (e mais coordenados)
 - Maior a necessidade de arbitrageurs e mecanismos que permitam sua atuação

Solução é mais short selling, não menos...

Investidores “PF” (e Regulação?):

- Deveriam ter seu dinheiro em índice (CAPM, Teorema da Separação e investimento no portfolio de mercado)
 - Investir em GameStop está longe disto...
- Hipossuficiência e regulação?
 - As pessoas podem comprar loteria ou ir a Vegas, não?...
 - E tem o componente do prazer de apostar.
 - Meu *laissez faire* já leva isso em conta de algum jeito...
 - E tomar emprestado para comprar bilhete de loteria?
 - Problema de quem empresta...
- Talvez, aqui, o “dar insumos para que esses riscos sejam bem entendidos pelos agentes” se aplique...
 - Como?
- Investidores PF e herding? Qual a diferença para players grandes?
 - E.g., herding como seguro contra desempenho relativo inferior (Rajan (2003), Zwiebel (1995), Scharfstein e Stein (1990))

Sugestões/Epílogo:

- Compensação e liquidação em D+0
 - Nos EUA, D+2.
 - Clearinghouses demandando mais K da Robin Hood gerou confusão adicional
 - Imposição regulatória de compensação em prazo menor
 - Risco e requerimento adicional de K facilmente “elimináveis” por meio de tecnologia, barateando para todos
 - Pergunta do Arminio...
- Mercado centralizado para aluguel de ações?
- Estimular que a meninada volte para o Tinder...