

Análise de ações: os desafios e como superá-los

Palavra do Estrategista

André Rocha



O trabalho dos analistas é bastante questionado pelos investidores em geral — pessoas físicas e institucionais. Por que isto ocorre?

O investidor em ações no Brasil ainda é um marginal. Obviamente ele não é um fora da lei. O termo vem de “exceção”. As corretoras acreditam haver em torno de 140 mil investidores ativos na bolsa brasileira, número irrisório quando comparado a 25 milhões de pessoas que declararam Imposto de Renda em 2013. A maioria não está acostumada com as técnicas e o linguajar utilizados pela análise fundamentalista. A falta de educação em investimentos é uma das razões para o baixo desenvolvimento do nosso mercado e responsável por parte das críticas. É um problema circular. Não invisto e critico porque não conheço; como não conheço não invisto e critico. Cabe aos participantes do mercado resolver esta intrincada questão.

Mas a contestação às análises feitas pelos profissionais de mercado não deriva apenas da má educação financeira. Ela vem também dos investidores institucionais (“buy side”) — fundos de pensão, gestoras de fundos e “family offices” —, que em tese são afeitos ao linguajar e práticas do mercado. Observando a relação entre analistas e investidores institucionais nos Estados Unidos, James J. Valentine, ex-diretor global de treinamento e desenvolvimento do Morgan Stanley, constatou o mesmo problema. No livro “Best Practices for Equity Research Analysts” (“Melhores práticas para analistas de ações”, na tradução livre), ele elenca diversas razões para a má qualidade das análises.

Primeiro, o número de empresas cobertas pelos analistas é excessivo tanto nas corretoras como nas gestoras. Ele cita o estudo “Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?”, de Michael Clement, publicado no Journal of Accounting and Economics em 1999, para corroborar sua visão. No estudo, o autor mostrou que os analistas de gestoras que cobrem menos do que 40 ações tiveram melhor desempenho do que os que cobriam mais do que 40 papéis. Já entre os analistas de corretoras (“sell side”), os 10% com pior desempenho cobriam 21 empresas a mais do que os 10% de melhor performance.

Valentine acredita que cada analista de uma corretora deve olhar no máximo de cinco a sete ações. O número de empresas a serem analisadas pelo “sell side” é menor do que o do “buy side”, porque os analistas das corretoras possuem funções adicionais como atender clientes, montar eventos com as companhias, participar de operações de abertura de capital etc. Estes estudos são a prova de que quantidade não combina com qualidade. Aqui reside o maior problema da análise fundamentalista, a meu ver: a falta de escala. O mesmo analista não consegue aumentar significativamente o número de empresas cobertas

mesmo que haja investimento em melhores computadores ou em bancos de dados. O trabalho do analista é intelectual e não mecânico. A geração de ideias requer tempo para leitura e análise.

Uma segunda justificativa para a qualidade ruim das análises, segundo Valentine, é a elaboração de projeções apoiando-se apenas em estimativas oficiais da companhia e em intuições, o que gera resultados pobres. Ele cita, ainda, a dificuldade em compreender quais os fatores críticos que contribuem para mexer com as ações, levando à perda de energia e tempo com atividades que pouco agregam para melhorar o nível da análise. E, por último, a armadilha de deixar se envolver por notícias dadas pela imprensa e pelos administradores das companhias, o que pode gerar excesso de otimismo ou de pessimismo dependendo de como as informações são passadas. A recomendação de sucesso, em regra, vai contra o sentimento dominante no mercado.

Valentine dá algumas dicas aos analistas de ações e por que não dizer também aos investidores:

- 1) Seja cético. Segundo Douglas Cohen, gestor do Morgan Stanley, entrevistado por Valentine: “Bons analistas sempre questionam o que é dito ou entregue a eles”.
- 2) Priorize o tempo.
- 3) Não é fácil superar a rentabilidade do mercado, logo evite atalhos ou respostas rápidas como substitutos de uma pesquisa abrangente.
- 4) Quando notar que as pessoas estão mais cautelosas, procure por oportunidades. Quando perceber que outras estão se tornando gananciosas, talvez seja hora de vender.
- 5) Os modelos de projeção devem ser simples. Quanto mais complicado, maior a probabilidade de alguma coisa estar errada.
- 6) Uma boa projeção não significa obter o exato lucro por ação, mas determinar o que deve acontecer para que o consenso de mercado aumente ou diminua materialmente.
- 7) Tenha em mente que os administradores das companhias não são boas fontes para prever como se comportará a economia (suas opiniões são tão válidas quanto qualquer outra), explicar por que suas receitas não crescem adequadamente (eles tendem a esconder os pontos negativos e realçar os positivos) e o que ocorrerá com o preço das commodities, por exemplo.
- 8) Tenha cuidado com os dados fornecidos, pois eles podem ter sido manipulados para atender a interesses.
- 9) O mesmo vale para os especialistas, pois eles podem estar apenas defendendo seus pontos de vista.
- 10) Busque oportunidades nas companhias de menor capitalização (as “small caps”). Empresas de maior liquidez são amplamente analisadas pelo mercado, logo não é fácil encontrar algo novo. Assim, a análise das “small caps” pode contribuir para a descoberta de ações que estejam mal precificadas pelos investidores.

André Rocha é analista certificado pela Apimec e atua há 20 anos como especialista na avaliação de companhias listadas na bolsa.

As opiniões contidas neste espaço refletem a visão do analista sobre as companhias, e não a do Valor Econômico. O Valor e o autor não se responsabilizam por prejuízos decorrentes do uso dessas informações (Veja os termos de uso completos em www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista)

valor.com.br

Confira mais análises de André Rocha no blog “O Estrategista”
www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista

CAPA

Gestor de patrimônio quer reconhecimento da CVM

Segmento busca há cinco anos a definição de uma figura oficial, enquanto trabalha como um misto de gestor, consultor e distribuidor. Por **Luciana Seabra**, de São Paulo.

Regras do jogo

Novo código dos gestores de patrimônio entrou em vigor em fevereiro

- Ter autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para prestar serviço de administrador de carteira
- Firmar contrato com cliente que detalhe remuneração e benefícios recebidos por prestação de serviço, como o rebata
- Alocar ativos por meio de carteiras, fundos restritos e/ou fundos exclusivos
- Prestar serviços apenas para investidores qualificados, ou seja, com mais de R\$ 300 mil em aplicações financeiras
- Ter um diretor responsável exclusivamente pela atividade de gestão de patrimônio

Fonte: Anbima

tão sendo avaliadas. “No entanto, a minuta proposta pela CVM não diferenciou os gestores de patrimônio dos demais administradores de carteira”, afirmou na nota.

Em maio, Otavio Yazbek, diretor da CVM, afirmou em entrevista a jornalistas no 7º Congresso Anbima de Fundos de Investimento que uma das demandas que deveria ser trazida para o debate da 306 era a figura do gestor de patrimônio.

“Onde temos a oportunidade de sentar com a CVM fazemos isso”, diz Richard Ziliotto, presidente do comitê de gestão de patrimônio da Anbima. Uma subcomissão, de assuntos regulatórios, discute a melhor forma de inserir o assunto junto à autarquia. “Estamos trabalhando para trazer novas contribuições”, afirma Ziliotto.

Caso seja aprovada, uma das mudanças da nova 306 deverá ser a possibilidade de o administrador de carteiras distribuir os próprios produtos. Dificilmente, entretanto, a novidade vai sim-

plificar o esquema de registros para os gestores de patrimônio, já que eles continuarão a precisar da autorização de distribuidor para receber comissões dos gestores selecionados para seus fundos, conhecidas como rebates.

Hoje os gestores de patrimônio trabalham com diferentes modelos de remuneração. Há os que não recebem comissões dos fundos em que aplicam recursos, caso da GPS. Dada sua escala, a casa consegue que os gestores criem fundos espelho com a comissão descontada. Há ainda os gestores de patrimônio que recebem rebata, mas repassam aos clientes por meio dos fundos. É esse o modelo, por exemplo, da G5. A remuneração é a taxa do fundo criado para comprar carteiras de outros gestores. “Quando começamos a operação, existia uma resistência maior com o modelo. Hoje os clientes se tornam cada vez mais sofisticados e entendem que esse é o formato mais transparente”, diz André Benchimol, sócio da G5.

Comprar commodities para diversificar carteira pode não ser ideia tão genial

Análise

James Saft
Da Reuters

Um novo estudo do Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês) questiona a ideia de que acrescentar commodities a uma carteira seja uma medida eficiente para reduzir a volatilidade dos retornos. Considerando-se que essa foi a ideia fundamental subjacente à compra e venda de commodities como categoria de ativos nos últimos 15 anos aproximadamente, essa é uma notícia importante.

Levando em conta uma combinação com tendências negativas para os mercados de commodities, com a volta da produção industrial aos mercados desenvolvidos, e a impressão em 3-D, pode haver menos motivos para que investidores considerem investir nessa categoria de ativos.

O estudo, de autoria de Marco Lombardi, do BIS, e de Francesco Ravazzolo, do Norges Bank, examinou as correlações entre os retornos das commodities e os de índices de ações, e detectou que, após serem de aproximadamente zero por dez anos, elas aumentaram consideravelmente de 2008 até agora. E em vez de variarem em direções diferentes, os mercados de commodities acompanharam a variação das ações, adicionando mais volatilidade às carteiras.

A menor volatilidade, ou um retorno sem grandes saltos, é um conceito-chave dos investimentos, à medida que permite ao investidor assumir mais riscos e obter um rendimento total mais elevado, uma vez que reduz a probabilidade de ele ser surpreendido por uma súbita variação dos mercados. In-

felizmente, isso parece não ser mais verdadeiro com relação às commodities e, ironicamente, é como se a maciça corrida dos investidores para essa categoria de ativos na história recente explique grande parte desse movimento.

Os retornos gerados pelos mercados de commodities no passado eram mais influenciados por questões específicas do mercado — imaginemos um incêndio numa refinaria ou numa seca. Agora, no entanto, uma vez que uma parcela maior do mercado é controlada por investidores, e não por usuários e fornecedores da indústria de commodities, há uma probabilidade maior de os preços serem impulsionados por um repasse de choques para a economia real. Como esses choques também puxam os preços das ações, as correlações aumentam.

Os autores do estudo defendem, sim, investimentos em commodities, mas com base nas evidências que veem de que se pode prever os preços das commodities empregando informações do mercado de ações, o que permite distribuir melhor o momento de entrada e de saída. Isso me parece perigosamente próximo de dizer que, se você puder prever os preços das ações, poderá prever os preços das commodities. Francamente, se você conseguir tomar decisões de compra e venda por meio da tentativa de prever o futuro movimento dos preços (palpite: você não consegue), você não deveria se incomodar absolutamente nada com commodities ou com pesquisas acadêmicas.

O grande mérito da diversificação é que ela não se baseia em conhecer o futuro, apenas em tomar decisões sensatas quanto ao

risco. Se não houver isso, não haverá também apoio de peso para investir em commodities.

Isso também está acontecendo numa época em que outras grandes tendências podem estar começando a obscurecer as perspectivas de longo prazo para os preços das commodities. Entre elas, a volta para os Estados Unidos de parte da produção industrial de países como China. Isso se deve em grande medida ao fato de a descoberta de novos recursos energéticos nos Estados Unidos estar baixando os custos no país, e em parte ao fato de que os diferenciais salariais entre os dois países, embora ainda sejam grandes, se reduziram enormemente nos últimos anos.

A produção nos Estados Unidos ficou simplesmente menos intensiva em utilização de commodities, tanto devido aos custos menores de transporte e de energia como também porque a infraestrutura americana é relativamente mais bem desenvolvida que a da China, Tailândia ou Índia, tendendo a resultar em projetos de desenvolvimento menos intensivos no uso de enormes volumes de energia.

Além disso, como destacou o economista Manoj Pradhan, do Morgan Stanley, custos altos com mão de obra agem como um incentivo para minimizar o uso de commodities, reforçando o impacto negativo da “renacionalização” sobre as commodities.

O desenvolvimento da impressão em 3-D, um processo de produção industrial no qual os objetos passam literalmente a existir por pulverização, em vez de serem produzidos em massa, pode ser também altamente negativa para os preços das commodities. Em parte isso se deve ao fato de a impressão em 3-D

Algumas casas têm modelos mistos. Na Reliance, por exemplo, o cliente pode ter que pagar um valor pela consultoria para que seja feita uma seleção de títulos públicos ou debêntures. O modelo, concorda o sócio Samuel Pessoa, é cada vez mais compreendido. “Temos uma política de contrato muito flexível, em que faz parte do pacote discutir com o cliente o formato de remuneração mais interessante para ele”, afirma.

Receber rebata, mesmo sem repassar aos clientes, é permitido entre os gestores de patrimônio. A regra, que faz parte do código, é a transparência. “Nenhum cliente senta em uma dessas casas sem contrato e sem saber como paga pela prestação de serviço”, afirma Ziliotto, da Taler. Segundo ele, desde que as regras para o segmento entraram em vigor, em 2011, as casas já passaram por supervisão presencial duas vezes, uma delas depois da atualização das regras.

Outra diferença dentre os gestores de patrimônio é que enquanto uns defendem a falta de produtos próprios como garantia de independência, algumas têm na estrutura uma gestora de recursos. É o caso de Advis, JGP e Claritas. Em geral elas definem um limite para alocação de recursos em produtos próprios. As regras bem definidas, considera Ziliotto, garantem a unidade desse mercado. “O aderente ao código tem que funcionar de acordo com os pontos definidos. Se um banco quiser montar uma área com essa cara, pode entrar no segmento, não há restrição”, diz.

não se dar em escala enorme, como numa linha de montagem, o que permite à pessoa instalar pequenas unidades de produção próximas a clientes.

A conhecida futurista e investidora Esther Dyson defende algumas ideias interessantes sobre a implicação disso, ao argumentar que esse fator prejudicará muito as empresas de transporte e logística, uma vez que haverá menos movimentação de coisas de um lugar para o outro num mundo de impressão em 3-D.

Esther também observa que a ascensão da impressão em 3-D reduzirá os estoques que as empresas são obrigadas a deter atualmente. Uma vez que os estoques americanos de produtos totalizam cerca de US\$ 1,7 trilhão, cerca de 10% do PIB anual, a transição de linhas de montagem para a impressão em 3-D mediante encomenda será, pelo menos, um choque extraordinário aos preços das commodities.

Tenho certeza de que há muitos investidores especializados por aí que ganham, e continuarão a ganhar, muito dinheiro com investimentos em commodities. No entanto, tendo em vista os altos custos da gestão ativa de commodities e motivos convincentes para acreditar que esses são mercados que caminham para um choque, este pode ser um bom momento para a maioria de nós ajustar nosso foco.

(Na época da publicação, o colunista da Reuters James Saft não possuía quaisquer investimentos diretos nos valores mobiliários mencionados neste artigo. Ele pode controlar alguns deles indiretamente, como investidor num fundo.)

James Saft é colunista da Reuters. As ideias expressas neste artigo refletem unicamente os seus pontos de vista.