

# A bolsa de valores e a miopia corporativa

## Palavra do Estrategista

André Rocha



Participar da Expomoney em Recife, evento sobre finanças pessoais realizado na semana passada, me veio à mente o livro “Miopia Corporativa — Como a negação de fatos evidentes impede a tomada das melhores decisões, e o que fazer a respeito”, de Richard S. Tedlow, no qual o autor mostra como administradores de empresas líderes — como a automobilística Ford, a varejista Sears, a fabricante de pneus Firestone e de computadores IBM —, ao se recusarem a ver que mudanças ocorriam no ambiente econômico, acabaram colocando suas empresas em perigo.

No excelente livro, Tedlow mostra que determinadas alterações no ambiente corporativo podem derrubar gigantes corporativos se seus gestores permanecerem alheios às mudanças. Ele dá o exemplo da Ford, que no início do século passado era dominante no cenário automobilístico americano com o seu modelo Ford T, mas começou a perder espaço ao não perceber que o gosto dos consumidores se sofisticava com o passar do tempo. E o da Firestone, que negligenciou a força de um produto substituto — os pneus radiais, com maior durabilidade e que provocavam alteração radical na formação de preço e na estratégia de comercialização.

O autor cita ainda a varejista Sears, que negligenciou a entrada de competidores agressivos como a Kmart e, principalmente, a Wal-Mart, e também o já conhecido caso da IBM, que se recusou a entender a mudança cultural provocada pelo advento do computador pessoal.

Na Expomoney, participei de um painel com a jornalista Mara Luquet e com um representante de uma corretora recifense. Sala apinhada de gente — talvez 80 pessoas, alguns já leitores do blog “O Estrategista”. A participação foi intensa: “Como calculo o retorno de dividendos?”, “Como ficaram as ações do setor elétrico após a intervenção do governo em 2012 na renovação das concessionárias?”, “Tenho fundo Petrobras, continuo com meu dinheiro lá?”, “Vale a pena ficar vendido em índice ou é melhor ficar ‘short’ em uma ação?”.

Ao fim da apresentação, mais perguntas: “Sou estudante, qual a melhor formação para trabalhar no mercado de ações?”, “Meu amigo disse que existem dois tipos de ações ‘P-não sei o que’ e ‘O-alguma coisa’. Como é mesmo o nome? Qual a melhor?”. Muitas dessas dúvidas já foram esclarecidas ao longo dos quase dois anos do blog e mostra o

interesse por finanças pessoais e, no caso específico, por ações.

Utilizando de forma extensiva o conceito de Andrew Grove, presidente da Intel, um ponto de inflexão ocorreu no mundo das aplicações financeiras brasileiras com a queda da inflação e, mais recentemente, dos juros básicos da economia. As finanças pessoais eram desnecessárias até um tempo atrás. Como elaborar um orçamento realista em um ambiente hiperinflacionário? Para que buscar investimentos de maior risco se havia tantas opções de liquidez e alta rentabilidade? A cartilha dos investidores se resumia a poucas opções: caderneta de poupança, CDB e fundos DI.

Esse cenário se alterou profundamente (o ponto de inflexão) em agosto de 2011, quando o Banco Central iniciou uma forte redução da Selic. Com isso, uma demanda reprimida por conhecimento financeiro veio à tona, fato semelhante ao ocorrido com os telefones após a privatização do Sistema Telebrás, em 1998, e com imóveis após a criação da alienação fiduciária. Quer uma prova? O filme brasileiro mais visto em 2012 com mais de três milhões de espectadores foi “Até que a sorte nos separe”, roteiro baseado no livro de finanças pessoais “Casas Inteligentes Enriquecem Juntos”, do consultor financeiro Gustavo Cerbasi.

Os provedores tradicionais de educação financeira — gestores, analistas, imprensa, corretoras — continuam, em regra, alheios à mudança. As gestoras independentes continuam buscando os investidores institucionais: “Pessoa física dá trabalho”, argumentam. Trabalhei mais de 15 anos em gestoras e corretoras voltadas para clientes institucionais e percebo que os analistas mantêm o preconceito contra o investidor pessoa física. Órgãos de imprensa ainda atuam de forma tímida em finanças pessoais, pois alegam não conseguirem receitas com o assunto. A condição financeira precária da maioria das corretoras independentes impede investimentos nesse canal de comunicação.

O trabalho de dialogar com a pessoa física tem sido feito por sites e publicações independentes. Contudo, a diversidade de alternativas torna difícil separar o joio do trigo. A postura dos agentes tradicionais de negar a ascensão da pessoa física, provavelmente, não os levarão à ruína como nos casos da Firestone ou da Sears, mas indica que uma importante fonte de receita está sendo deixada na mesa. É necessário mudar o modelo mental, adotando novos paradigmas.

**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](http://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](http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista)

Paulo. Gestoras como IP, Dynamo, Fama, Bogari e Mauá vão discutir o cenário macro e oportunidades de investimento. Informações em [www.cvib.com.br](http://www.cvib.com.br)

## CAPA

# Nos EUA, o alvorecer de uma nova era de dividendos

Com empresas cheias de caixa, diante da melhora da economia, estratégia torna-se ainda mais promissora para investidores com perfil moderado. Por **John Wasik**, da Reuters

Com a maioria das grandes corporações [nos EUA] nadando em dinheiro, diante da melhora da economia e dos lucros, adotar uma estratégia centrada em dividendos parece ser ainda mais promissor para investidores moderados em termos de exposição ao risco. Os dividendos, a parcela dos lucros que as corporações repassam aos acionistas sob a forma de pagamentos trimestrais, estão ficando mais generosos [no mercado americano]. Eles não apenas recompensam os investidores de longo prazo com um total de retorno maior como são comprovados instrumentos de proteção contra a inflação.

No fim do ano passado, o número de empresas que pagaram dividendos foi recorde em 13 anos, segundo a FactSet. E, embora o percentual de dividendos pagos esteja próximo da média, alcançou seu nível mais elevado desde o advento da recessão, em 2007.

O retorno atual das ações que compõem o índice S&P 500 é de aproximadamente 2%, percentual superior ao da maioria das contas seguradas de poupança. A menos que uma desaceleração provoque queda nos lucros, a escalada dos dividendos tende a prosseguir. Isso porque as empresas mais lucrativas estão restando o dinheiro que poderia ser canalizado para os dividendos. No ano passado, as companhias aumentaram suas reservas para US\$ 1,45 trilhão, segundo o

Moody’s Investor Services, ante US\$ 1,3 trilhão de 2011.

Embora os lucros também possam ser usados para recomprar ações ou para investimentos em pesquisa e desenvolvimento — como muitas empresas estão fazendo —, eles estão sendo cada vez mais redirecionados para pagar dividendos. Há três motivos pelos quais os que buscam dividendos serão recompensados.

As empresas que retêm muito dinheiro podem não ter o maior incentivo do mundo para pagar dividendos, mas enfrentam intensas pressões para elevar seus pagamentos com o maior ativismo dos acionistas. A Apple, que dispunha de quase US\$ 138 bilhões em caixa no fim de 2012, curvou-se às exigências dos acionistas de que compartilhasse o dinheiro acumulado.

No total, estima a Moody’s, as empresas do setor tecnológico possuem mais de meio trilhão de dólares em caixa. “O setor que detém a maior quantia em dinheiro e apresenta rendimentos e pagamentos de dividendos razoavelmente baixos é o de tecnologia”, disse Bob Doll, estrategista-chefe de ações da Nuveen Investments. “Eu esperaria os maiores aumentos nesse setor.”

Investidores veem ainda um aumento cíclico no volume de lucros que reflui sob a forma de dividendos. É importante acompanhar o percentual dos lucros distribuído aos acionistas. Parcelas maiores são melhores para

os acionistas. O percentual médio pago ao investidor pelas empresas do S&P 500 variou entre 40% e 50% de 1981 até 2000, segundo a Scottrade.

Depois da crise das pontocom e do colapso de 2008, no entanto, as empresas ficaram mais conservadoras com sua gestão de caixa. No fim de 2011, a parcela de lucro paga na forma de dividendos caiu para 28%, percentual que voltou a subir no fim de 2012, para 30%.

Analistas como Doll preveem que a parcela de lucro distribuída vai “voltar para a casa dos 40 [%] nos próximos anos, na medida em que os aumentos dos dividendos ultrapassarem os aumentos dos lucros”. Em última análise, as empresas com a melhor geração de fluxo de caixa e de lucros encabeçarão o grupo.

A opinião corrente sempre foi a de que as companhias que reinvestem o dinheiro na empresa têm maiores perspectivas de crescimento — mas isso nem sempre acontece. As duas recessões e crises na bolsa que aconteceram nos últimos 12 anos tornaram as empresas muito mais eficientes. Ao contar mais com a tecnologia, elas enxugaram seus quadros de funcionários. Embora isso tenha sido ruim para o nível de emprego, liberou mais dinheiro.

Companhias que buscam impulsionar seus negócios simultaneamente ao aumento do fluxo de caixa tendem a recompensar cada vez mais os acionistas com

dividendos altos. O setor de telecomunicações pagam um retorno médio pelo persistente crescimento dos aparelhos móveis, é o que paga dividendos mais polpudos entre as empresas que compõem o índice S&P 500, segundo o boletim FactSet Dividend Quarterly.

As empresas de telecomunicações pagam um retorno médio com dividendos de 4,4%, comparativamente ao de 2% desembolsados pelas demais componentes do S&P 500. Juntamente com as empresas de tecnologia, elas reúnem as melhores condições de expandir seus dividendos. A Verizon, que rende quase 4%, e a AT&T, com quase 5%, são bons exemplos.

Não é preciso comprar determinados papéis para obter bons rendimentos. Fundos negociados em bolsa (ETFs, nas iniciais em inglês) e fundos mútuos oferecem carteiras diversificadas de ações de melhor desempenho. Meu preferido é o fundo Vanguard Dividend Growth. Ele engloba 147 “grandes realizadas” no quesito remuneração aos acionistas, que elevarão seus dividendos, segundo estimativas. O fundo subiu 26% no período de 12 meses encerrado em 22 de maio e 16% no ano. Outra opção que vale a pena é o SPDR S&P Dividend ETF, que subiu 32% em 12 meses e 20% este ano.

**John Wasik é colunista da Reuters.**

As ideias expressas neste artigo refletem os pontos de vista do autor e não os do Valor ou da Reuters

## AÇÃO EM FOCO

# Revisão tarifária concentra as atenções para Comgás

**Beatriz Cutait**  
São Paulo

Ainda que acumule alta superior a 33% em 12 meses, as ações da Comgás estão acompanhando o sentimento negativo que impede o mercado acionário brasileiro de decolar neste ano, com queda de 8% até ontem. No mesmo período, o Ibovespa, principal índice da bolsa brasileira, tinha baixa de 7,5%.

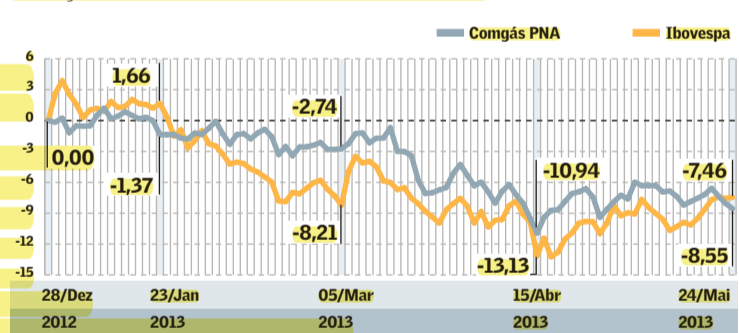
O movimento de queda dos papéis, entretanto, parece estar mais atrelado à forte valorização vista em 2012 — quando subiram nada menos que 38,1% — que a fundamente. A empresa é considerada bastante previsível em termos de resultados e geração de caixa e, segundo analistas, conta com espaço para crescimento na principal região do país, especialmente no segmento residencial. As atenções neste momento estão voltadas ao processo de revisão tarifária, que desperta certa insegurança com relação ao retorno da empresa.

A equipe de análise da Ativa Corretora recomenda a manutenção do papel da Comgás, por considerar que ele está num nível de preço adequado e ao levar em conta os riscos no médio prazo. Na visão da casa, ainda que conte com um modelo de negócios estável e sólido, a Comgás desperta incertezas no que tange à revisão tarifária prevista para 2014.

Diante do movimento adotado pelo governo para ajustar as taxas de retorno de segmentos de comando da Comgás, que vinculados à infraestrutura, como o setor elétrico, a Ativa demonstra preocupação com as mudanças para o novo ciclo tarifário da empresa. A corretora considera a possibilidade de a Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo (Arseps) revisar a base de ativos regulatórios da Comgás e reduzir o retorno mínimo da

## Comgás X Ibovespa

Variações acumuladas, em % (base: 28/12/12)



Fonte: BM&F Bovespa e Economática. Elaboração: Valor Data.

empresa. O risco, contudo, poderá ser sentido mais à frente e, segundo a Ativa, a revisão tarifária não vai alterar o perfil da Comgás. Mas, enquanto o novo ciclo não estiver claro, a corretora prefere não se expor ao papel.

O sócio e gestor da Edge Investimentos, Alexandre Martins, afirma que a taxa de retorno regulatória (WACC) deverá cair no próximo ciclo tarifário, mas diz que o movimento não deve ser visto como uma preocupação.

“A empresa parte hoje de uma base de remuneração maior, vem fazendo investimentos relevantes, então não tenho preocupação. A mudança vai ser normal para um processo de revisão tarifária”, afirma Martins, para quem os fundamentos da companhia justificariam preços superiores dos papéis neste momento. Do lado positivo, a mudança de comando da Comgás, que passou a ser controlada pela Cosan a partir de novembro, trouxe maior tranquilidade aos investidores e deve assegurar o ritmo de investimentos. Conforme já reportou o Valor, a empresa pretende fazer investimento recorde este ano, de R\$ 870 milhões, e planeja aportes de até R\$ 3,2 bilhões para o ciclo 2014-2019.

Segundo o gestor da Edge,

diante da revisão tarifária, o foco da Cosan vai estar em entregar um programa de investimentos para atender o crescimento da companhia paulista. “Neste ano, a empresa deve se concentrar em entregar os investimentos e conduzir um processo de revisão de forma eficiente para começar a colher eventuais reduções de custos em 2014”, diz Martins. “Mesmo com algum estresse, enxergamos um retorno da Comgás acima do custo de capital”, acrescenta.

As analistas do BB Investimentos Andréa Aznar e Carolina Flesch dizem acreditar que os próximos resultados da Comgás serão positivamente influenciados pelo reajuste tarifário anual e pelos resultados dos projetos de expansão da Comgás para outras cidades. A companhia de gás paulista é dona de uma área de concessão que inclui 177 municípios no Estado de São Paulo, mas atualmente está presente em apenas 71 cidades.

A partir do dia 31 de maio, as tarifas de gás da Comgás vão ficar mais caras, com o reajuste anual calculado pela Arseps. Segundo fontes do setor, as tarifas para os consumidores industriais — que respondem pela base mais representativa — devem ter um aumento em torno de 6%.

## RADAR

# Citi rebaixa para neutra recomendação para Duratex

**Olivia Alonso e Daniela Meibak**  
De São Paulo

O Citi rebaixou a recomendação para as ações da Duratex de compra para neutra, com preço-alvo de R\$ 15,50, o que significa um potencial de ganho de cerca de 4%. Apesar de a empresa, que atua no segmento de painéis de madeira, louças e metais sanitários, ter capacidade para apresentar um crescimento sólido de Ebitda (lucro antes de impostos, juros, depreciação e amortização), os analistas Juan Tavarez e Felipe Koh do Citi acreditam que o “lucro robusto” da companhia já está, em grande parte, incorporado ao preço dos papéis.

Para margem Ebitda da Duratex, apontam, deve se estabilizar perto de 32% em 2014, com risco de queda. Ainda segundo eles, a estagnação do setor de habitação, as perspectivas de baixo crescimento econômico e a pressão inflacionária começam a pesar sobre o consumidor e a demanda em geral.

O Citi manteve ainda a indicação de venda para as ações da Embraer, com o adiamento de entregas de um grande pedido feito pela empresa aérea britânica FlyBe, há três anos. A recomendação está na contramão do mercado, já que bancos como BTG Pactual e Bank of America Merrill Lynch (BofA) sugerem compra para o papel.

Segundo o Citi, o evento evidencia os riscos para a qualidade da carteira associados a pedidos grandes. “O adiamento da FlyBe reduz a visibilidade sobre o ritmo no qual essa carteira de pedidos será convertida em receita. Com a Embraer sendo negociada a um múltiplo EV/Ebitda [relação entre valor da empresa e relação de caixa] de 9 vezes para 2013, ante múltiplo de 6,9 vezes da Boeing, reiteramos venda para a companhia”, destacou a equipe de análise.

## Curtas

### Investimento de valor

Seguidores da abordagem de Benjamin Graham e Warren Buffett reúnem-se no 6º Congresso Value Investing Brasil, no dia 6 de junho, em São