

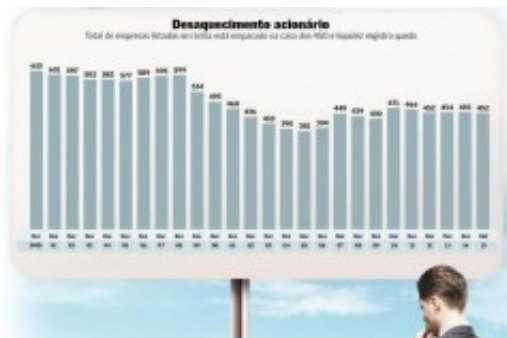
11/11/2015 - 05:00

Bolsa, um funil cada vez mais estreito

Por **Beatriz Cutait**

À primeira vista, um investidor novato poderia se impressionar ao olhar o leque de opções para iniciar a jornada no mundo da renda variável. Atualmente, há 452 empresas listadas na BM&FBovespa, das quais 359 com negociação de ações, units ou BDRs patrocinados. Se levado em conta um dos critérios primordiais para a inclusão de uma ação na carteira, a liquidez, o leque cai consideravelmente. Segundo a provedora de informações financeiras Quantum, ao fim de outubro, apenas 153 papéis da bolsa brasileira tinham volume médio diário negociado acima de R\$ 1 milhão - patamar que serve como uma referência para grandes casas. Esse é o menor número de ações com liquidez desde 2006.

Para efeito de comparação, na Bolsa de Valores de Nova York (Nyse), 1.986 de um total de 2.401 empresas listadas giraram mais de US\$ 1 milhão ao dia no primeiro semestre deste ano. E das 27 empresas brasileiras com negociação naquela bolsa, cerca de 90% se enquadraram nesse critério de liquidez.



Ao considerar-se, contudo, os filtros aplicados por gestoras de fundos de ações em seus processos de seleção, que abarcam, além do volume financeiro negociado, governança, competitividade, qualidade, retorno sobre o patrimônio, geração de caixa e lucro por ação, dentre outros tantos, esse universo se mostra ainda mais restrito.

O desaquecimento econômico brasileiro tem contribuído em grande parte para a maior dificuldade de se encontrar bons nomes na bolsa. Esse movimento foi iniciado, ainda que em menor grau, ao fim de

2010, quando a inflação de salários começou a pressionar as margens das empresas, diz Claudio Delbrueck, gestor da Solana Capital.

E a partir de 2014, com a desaceleração mais acentuada da economia e a incerteza política, observa, o potencial de retorno das ações de muitas companhias ficou mais limitado. "É natural que o número de empresas com perspectivas positivas diminua quando a economia entra em recessão. Muitas delas têm uma correlação elevada de suas receitas com o PIB. Além disso, como boa parte dos custos é fixa, à medida que a receita retrai, há também uma tendência natural de queda nas margens, impactando o lucro com uma magnitude maior do que na receita", pontua.

Cassiano Leme, gestor e um dos sócios-fundadores da Constância NP, assinala que a própria condição negativa do mercado acionário nos últimos tempos tem contribuído para essa maior escassez de ativos. Em meio a um período de seis anos ruins para a bolsa, nada menos que 118 empresas cancelaram o registro em bolsa desde o início de 2010, assim como a liquidez de diversos papéis também diminuiu, com o menor interesse pela classe de ativos de forma mais ampla.

"Isso reduz o número de alternativas que se tem para uma estratégia de renda variável", afirma Leme. "É uma questão presente, uma característica desse momento do Brasil de hoje, com recessão, falta de confiança. E vem piorando ao longo dos anos."

Ao excluir ações de bancos, tratadas de forma separada, e considerando liquidez acima de R\$ 100 mil e presença de 70% nos pregões dos últimos 120 dias, Leme enxerga o universo de papéis a se investir como razoavelmente pequeno - para o fundo de ações tradicional, são consideradas apenas cerca de 30 empresas.

"Nossos fundos são pequenos. O que dificulta é que, conforme o patrimônio investido cresce, o número de ações 'investíveis' para que se tenha mais escala cai. Nesse momento existe até uma vantagem de gestão para fundos menores, mas esse é um problema para desenvolvimento da indústria como um todo", avalia Leme.

Além dos filtros mais clássicos na seleção de ativos, a Edge Investimentos exclui empresas pré-operacionais da carteira e estatais, diante da preocupação com um desalinhamento de interesses dos controladores e dos acionistas como um todo, diz Bernardo Dantas, sócio da casa.

"Hoje você vê gestores olhando para um leque cada vez mais reduzido de ações, está cada vez mais difícil encontrar distorções no mercado, o que leva nosso fundo a ter um caixa em torno de 30%, resultado da nossa dificuldade de achar oportunidades de empresas que atendam nosso critério de retorno", afirma.

Além das poucas oportunidades para selecionar num fundo de ações e do movimento de fechamento de capital visto, o mercado ainda tem se mostrado praticamente fechado para a entrada de novas companhias na bolsa, destaca Dantas. Neste ano, por exemplo, apenas a Par Corretora abriu o capital.

Pedro Andrade, sócio da gestora de recursos IP Capital Partners, conta que o grupo de empresas consideradas interessantes, com bons gestores e bons negócios, segue na casa de 40, embora a casa aloque em apenas cinco delas.

"O que tem sido mais difícil é encontrar nas melhores empresas preços que compensem os riscos que estamos tomando ao investir no negócio", diz. "Não tem sido fácil nos últimos três anos encontrar um bom negócio, bem gerido e num preço bom."

Já o mercado internacional tem trazido oportunidades para a gestora. A IP passou a investir fora em 2012, quando o "trade-off" entre empresas brasileiras e americanas era "gigante", nas palavras de Andrade. Com isso, ações de companhias como American Express, Google e Microsoft eram negociadas a preços tidos como muito baixos, afirma, enquanto empresas similares no Brasil estavam caras. A oportunidade foi vista e a proporção de alocação internacional foi aumentando com o tempo, com a mudança de regulamento para a possível inclusão de BDRs nos fundos.

E mesmo com a desaceleração da alta do mercado acionário americano em 2015, após uma sequência de seis anos positivos (com exceção de 2011), o amplo número de empresas sempre garante oportunidades para a gestora, segundo Andrade. Já no Brasil, apesar da toada negativa da bolsa, que poderia abrir oportunidades para compras a preços atrativos, o sócio avalia que o momento inspira calma. "Ainda não é uma situação em que acreditamos que o mercado esteja repleto de oportunidades, que seja hora de comprar tudo no Brasil."

A ampliação dos parâmetros de alocação em ativos no exterior para a indústria de fundos de investimentos trazida pelas instruções CVM 554 e 555 está levando algumas casas a alterar os regulamentos de suas carteiras, de forma a ter maior exposição lá fora. Esse é o caso da Apex Capital, que está de olho nas bolsas estrangeiras. Com o foco principalmente no lucro por ação de boas empresas, brasileiras ou internacionais, Diney Vargas, diretor-executivo da casa, explica que a ideia é buscar papéis de companhias que atuam em setores já acompanhados no mercado doméstico ou até mesmo com exposição no Brasil.

A Edge também está promovendo mudanças em seu fundo de ações, para que ele possa investir até 10% dos recursos em BDRs não patrocinados. "Há um leque muito grande de empresas multinacionais que atuam no mundo inteiro, que traz uma oportunidade interessante dentro do nosso círculo de competência", diz Dantas,

ressaltando que o movimento será gradual e lembrando que os BDRs também enfrentam desafios no que tange à liquidez dos ativos.

Atualmente a Edge acompanha cerca de 80 empresas e investe em 15 delas. Conforme o sócio Alexandre Martins, o universo de cobertura já foi maior no passado, mas nada impede que a situação melhore mais adiante. "O mercado é cíclico. Estamos num momento de mercado brasileiro muito depreciado e que está chamando atenção de investidores estratégicos", assinala.