

A simplicidade premiada no mundo financeiro

Desde que comecei a trabalhar no mercado financeiro, na década de 90, escuto a mesma ladainha: “Ao invés de comprar as respectivas empresas operacionais, adquira a ação da holding, que é negociada com desconto”. A justificativa é tentadora: comprando a ação da holding, além de levar toda a potencial alta das subsidiárias, ainda resta um *plus* a capturar. Quando a holding possui empresas fechadas, que o mercado normalmente precifica mal (ou não precifica), a tentação é ainda maior de entrar no investimento.

O ponto é que já estamos em 2022 e aqueles velhos prêmios nunca se materializam... Por que a soma das partes (1+1) nunca é igual a 2? Por que uma ação de empresa holding vale normalmente menos que a união de todas as companhias que a compõem? Por que existe o famoso fenômeno do “desconto de holding” (vide o caso de Itaúsa, Metalúrgica Gerdau, Bradespar, Simpar, entre outras) que, teimosamente, persiste ao longo do tempo?

Há duas explicações principais: A primeira razão objetiva seria no âmbito tributário. Se, por hipótese, a holding resolvesse vender a empresa operacional algum dia, ela teria que pagar imposto sobre o ganho de capital auferido. Por isso, a holding tem que valer menos que as suas 100% controladas somadas.

A segunda justificativa, de ordem mais subjetiva, tem a ver com a forma que o investidor enxerga uma companhia. Nas décadas de 60 e 70, a palavra diversificação soava como música nos ouvidos dos maiores investidores mundiais. Afinal, como não seguir a lógica financeira de Henry Markowitz e William Sharpe, recomendando que, unindo negócios com baixa correlação entre si, chegamos a um risco total menor na carteira? Usando a linguagem popular, “ao não se colocar todos os ovos na mesma cesta”, o investidor carregaria um empreendimento múltiplo com maior tranquilidade, já que um possível prejuízo em um segmento poderia ser compensado pelos lucros em outro.

A complexidade crescente dos balanços, porém, começou a jogar contra e a destruir o valor das empresas. O mundo financeiro de hoje clama por simplicidade e o investidor recompensará, cada vez mais, a transparência total. Uma medida da maior dificuldade na análise de balanços pode ser encontrada no estudo publicado pelo Prof. Aswath Damodaran, da Stern School of Business. A pesquisa revela que, em média, o número de páginas de um balanço anual de uma empresa aberta norte-americana foi multiplicado por cinco nos últimos trinta anos. Apenas parte desse movimento vem de uma regulação mais dura. Concomitantemente, uma estatística produzida pelo Banco Morgan Stanley Dean Witter mostra que o retorno relativo médio das ações nos EUA tende a ser inversamente proporcional ao número de páginas de seu balanço anual. A razão sugerida baseia-se na tese de que o investidor pressupõe que grande parte das informações são inúteis e tornam de difícil entendimento o cerne do resultado. Não é à toa que o mercado normalmente reage bem quando uma empresa vende uma participação importante em outra companhia, ou quando há uma revelação maior dos números de um grupo (separação de empresas, os spin-offs “destravando valor”). É o prêmio pela simplicidade, decorrente da identificação mais clara de virtudes e fraquezas de uma empresa.

Um exemplo no Brasil é o da Hypera Pharma: até 2011, a companhia atuava em diversos setores, como alimentos, cosméticos, consumo, higiene infantil, produtos odontológicos, limpeza e farmacêutico. Na época, se chamava Hypermarchas, exatamente por reunir dezenas delas em seu portfólio, atingindo valor de mercado na casa de R\$ 9 bilhões. Era vista pelos analistas como “muito complicada para fazer projeções (tal era o número de produtos em diferentes ramos) e, mais importante, para entender a estratégia”. Então, a empresa resolveu alterar o seu plano de voo, concentrando-se no segmento farmacêutico partir de 2011. Entre aquele ano e 2017, vendeu todos os ativos que não se encontravam nesse setor. Em 2018, a companhia promoveu a mudança de nome para Hypera Pharma, para deixar claro o seu foco a partir dali. Interessante é notar que, apesar de ter, intencionalmente, se “autoreduzido”, seu valor de mercado atual, mesmo em um momento ruim para ações, é ao redor de R\$ 27 bilhões (200% de apreciação em 11 anos). No mesmo período (julho 2011/ julho de 2022), o Ibovespa valorizou-se em 100%.

O perigo de leituras equivocadas ronda os analistas e investidores. Eventos não recorrentes em demonstrações de resultados, ativos e passivos escondidos em empresas subsidiárias, técnicas de “suavização de lucros”, planejamento fiscal (por exemplo, depreciação acelerada), potenciais déficits escondidos em fundos de pensão e planos de saúde de empregados, tudo isso pode fazer potencialmente o valor de uma ação ir do céu para o inferno, de acordo com o grau de atenção do analista. Há ainda problemas a serem enfrentados em empresas onde a inovação é “a alma do negócio”. Gastos com pesquisa, desenvolvimento e marketing, por critérios puramente contábeis (é impossível garantir que haverá um retorno associado), não são usualmente registrados como investimento e sim como despesa. Isso pode causar distorções, reduzindo artificialmente o tamanho do patrimônio e o lucro contábil. A lista de armadilhas inclui as operações, sobretudo financeiras, que são registradas “fora do balanço”, como *swaps* e outros tipos de derivativos. Algumas possuem valor aparentemente irrisório, mas que podem transformar-se em bombas de efeito retardado de acordo com o comportamento dos mercados. Todas essas dificuldades exigem ajustes cirúrgicos nas projeções de resultados e, conseqüentemente, no cálculo do valor justo de uma ação. Quanto mais complicado o quadro, mais o investidor se afasta.

Há um dilema embutido nessa história toda. Do lado positivo, o crescente número de instrumentos (sobretudo financeiros) gera facilidades operacionais para as empresas. Por outro prisma, aumenta a complexidade para o entendimento pleno do balanço. As boas empresas devem conseguir conciliar os dois aspectos sempre respeitando a regulação, para não serem penalizadas em preço pelo mercado. Ressalte-se que o IFRS alargou bastante a flexibilidade dos registros em balanço.

A simplicidade no mundo financeiro merece ser premiada.

Alexandre Póvoa
Estrategista da Meta Asset Management

Autor dos livros: *Valuation, Como Precificar Ações e Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor*

alexandre.povoa@metaam.com.br