

Por que recomprar ações?

O que Gerdau, CSN, Suzano, JBS, Bradesco, XP, Cosan, Vale, B3, Hapvida e outras 50 empresas listadas têm em comum? São apenas alguns exemplos de companhias da Bolsa brasileira que anunciaram programas de recompra de ações em 2022. Bastante usual no mercado externo, tal prática passou a ser hábito também nos nossos pregões.

A recompra ("buyback") constitui-se em uma forma clássica de devolução de recursos ao acionista. Nesse momento, costuma haver excesso de caixa nas empresas e escassez de grandes projetos no curto prazo. A recompra de ações oferece duas grandes vantagens sobre a distribuição de dividendos: A primeira é o fato de a empresa não se comprometer quanto a uma nova operação no futuro (já um incremento na política de dividendos tende a ser visto como mais definitivo); a segunda está associada à não obrigatoriedade de adesão. Em outras palavras, em um "buyback" patrocinado por uma empresa, só vende a ação quem quiser, diferentemente dos dividendos, cujo recebimento não depende da vontade do acionista. Parece estranha a hipótese de o acionista não querer receber dividendos, mas se ele julgar que a empresa pode rentabilizar o dinheiro melhor do que nas mãos dele, faz todo o sentido econômico a preferência de ficar sem essa remuneração do capital no curto prazo.

Do ponto de vista do controlador, a recompra de ações oferece diversas opções estratégicas. Na primeira alternativa, a empresa pode simplesmente entesourar as ações compradas em tesouraria e reofertá-las em momentos de preços mais favoráveis, auferindo lucros e colaborando para o equilíbrio dos exageros de altas e baixas nas Bolsas. A questão preço assume papel primordial, tornando-se um dos fatores críticos de sucesso da operação. A sinalização de que existe um grande *player* adquirindo ações (sobretudo se for o próprio controlador) é, a princípio, favorável para as cotações. No entanto, se tal movimento ocorrer em *timing* errado, o preço da ação pode subir no curto prazo, mas apresentar tendência de queda em um momento posterior, caso os analistas concluam que a empresa está realizando um mau negócio.

A segunda opção consiste no cancelamento das ações após o término do processo de "buyback". Tal decisão pode estar associada à intenção da empresa de elevar sua alavancagem (relação dívida/capital próprio). A escolha pelo maior endividamento relativo parece irracional, mas, do ponto de vista financeiro, pode ser altamente favorável à companhia. Os recursos próprios, ao contrário do imaginado, têm preço. Ressalte-se que o custo de oportunidade para o caixa das empresas (exemplo: investir em projetos versus aplicação do mesmo montante no mercado financeiro), é, por definição, superior ao custo da dívida, que desfruta de benefício fiscal mais atrativo (desconto de juros no imposto de renda versus juros sobre capital próprio) e retorno "mais garantido".

Uma derivada do cancelamento de ações seria o encolhimento da empresa, o que parece um paradoxo. A lógica capitalista não pressupõe o

crescimento como objetivo permanente? Por que não se auto-reduzir em épocas desfavoráveis ou em fases de desaceleração, seja da economia ou da companhia? A criação de valor para o acionista reside na geração de maior retorno sobre o capital investido e a redução de patrimônio consiste em um dos caminhos. A mania de grandeza pode ser fatal também no plano empresarial. Como o exército russo na Segunda Guerra Mundial, "dar um passo atrás para saltar dois na frente no futuro", deve ser classificado como um ato de inteligência e significar vitória na guerra de retorno para o acionista.

Cabe ressaltar, no entanto, que diferentemente do que prega o senso comum, há ocasiões em que a recompra de ações pode se tornar um erro crasso de uma companhia. Em um cenário de taxas de juros alta, por exemplo, reter caixa pode ser favorável à empresa por conta dos rendimentos financeiros. Simplesmente recomprar e cancelar as ações pode também destruir valor caso a empresa já esteja excessivamente alavancada (ultrapassando sua estrutura de capital ótima). Adicionalmente, em setores cíclicos (*commodities* é um exemplo), ter caixa pode valer ouro em ciclos de baixa (que nunca sabemos quando chega). Será, por exemplo, que a possibilidade de uma recessão mundial em 2023 não pode ser esse momento de segurar dinheiro e não de distribuí-lo?

Pegemos o caso da Petrobras. A companhia tem distribuído dividendos agressivamente a partir da forte geração de caixa. O *dividend yield* (dividendos/preço de mercado) chegará a 50% em 2022 e 20% em 2023. A maioria dos analistas aplaude tal política, mas não questiona dois pontos: Não seria esse chamado alto *payout* destinado a atender ao interesse do controlador que necessita de caixa? Ademais, é correto uma empresa que precisa sempre estar investindo fortemente distribuir tantos dividendos?

Fugindo da obviedade, o tempo dirá se a avalanche de recompra de ações das empresas brasileiras em 2022 será realmente benéfica para as companhias e seus acionistas.

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