

**Veículo: Jornal Valor Econômico**

**Data: 09/06/2016**

## **As dificuldades de comunicação com o mercado**

**por André Rocha**

A empresa que apresenta resultados robustos por um determinado período de tempo terá seu valor de mercado apreciado. O preço da ação é diretamente relacionado ao desempenho operacional da empresa. Contudo, por que em determinados momentos companhias com resultados consistentes não veem seus papéis se valorizarem? Ou, o que é pior, por que ações de firmas com resultados pouco atraentes têm alta procura dos investidores? A resposta está na forma como as empresas se relacionam com investidores e analistas. Constatei durante minha carreira erros cometidos que influenciaram diretamente o preço da ação. A seguir, alguns exemplos.

### **Recompra de ações**

Em tese, quando uma empresa anuncia a compra de suas próprias ações, ela sinaliza que suas ações estão baratas. Em 2008, analisava uma companhia que tinha aberto seu capital recentemente. A tese de investimento era a de que a empresa, com os recursos obtidos no IPO (oferta pública inicial de ações, em inglês), adquiriria concorrentes para diversificar sua área de atuação. Contudo, o preço das ações começou a cair fortemente na esteira da crise do “subprime”. Com isso, a companhia lançou um programa de recompra de ações. Os minoritários reclamaram porque o dinheiro do IPO estava sendo usado para comprar suas próprias ações e não outras empresas, contrariando a tese de investimento.

Em uma reunião, questionado pelo mercado, o responsável pela área de relação com investidores (RI) cometeu a seguinte gafe: “Precisamos adquirir as ações agora para dar saída aos acionistas descontentes”. Desnecessário dizer que a resposta causou indignação dos presentes. E o pior é que a estratégia da companhia estava correta. Naquele instante, não havia melhor aplicação para o uso do dinheiro do que comprar suas próprias ações que estavam extremamente baratas. O cenário havia mudado entre o IPO e a crise. Mas a abordagem infeliz do RI maculou a credibilidade da companhia.

Recentemente, indagado por analistas e investidores em teleconferência se a JBS manteria o ritmo na aquisição de outras empresas, o CEO global, Wesley Batista, foi perfeito ao explicar porque passaria a privilegiar o crescimento orgânico: “A equação é simples. Se você olhar o múltiplo da JBS, não há nada no mercado mais barato do que isso. Para fazer uma aquisição, tem que pagar o dobro do múltiplo do que a JBS vale. O que é melhor?”. As duas empresas adotaram a mesma estratégia, mas a forma da comunicação com o mercado foi completamente diferente.

### Empresa alvo de aquisições

A mesma empresa citada acima tinha números robustos, mas era pequena, o que facilitava a abordagem de outras empresas. Em uma reunião, um investidor indagou: “Por que sua companhia não se junta à companhia X? Vocês possuem atividades complementares, a fusão geraria várias sinergias”. O responsável pelo RI mais uma vez se atrapalhou: “Meu controlador não aceitaria, pois passaria a ser minoritário na nova empresa”. O investidor contra-argumentou: “Então seu controlador não quer crescer?”. A resposta correta não era essa, até porque eu conhecia a visão do controlador. Ele não aceitaria uma oferta naquela ocasião devido a suas ações estarem depreciadas. Contudo, caso houvesse uma valorização da empresa, nada impedia uma venda futura.

### Visão de curto prazo

Investidores especulativos pressionam as empresas para apresentar resultados no curto prazo, muitas vezes clamando para o aumento do pagamento de dividendos em detrimento dos investimentos. Segundo pesquisa da consultoria McKinsey realizada entre mil altos executivos e diretores corporativos, 79% relataram pressões para apresentar resultados sólidos em no máximo dois anos, conforme citado por Laura Tyson em artigo publicado no Valor. Além disso, altos executivos possuem, em regra, remuneração calcada no sucesso de curto prazo, o que privilegia decisões corporativas que não levam em conta a perenidade da empresa.

O administrador ético e competente não pode cair nessa cilada. Sua estratégia deve ser atender primeiro a empresa. Se sua ótica estiver certa, os resultados futuros por si só alavancarão o preço da ação. Isso aconteceu recentemente no setor de papel e celulose. Suzano tinha um ambicioso programa de investimentos, bem como a estratégia de reduzir seu elevado nível de endividamento. A empresa soube se comunicar com o mercado orientando o investidor a observar o longo prazo. O preço das ações mais do que dobrou entre o início de 2012 e dezembro de 2015.

John Cryan, um dos principais executivos do Deutsche Bank, disse uma frase exemplar em reportagem do “Financial Times” de janeiro: “Não devemos tentar administrar o valor das ações, devemos administrar o banco”. Ele está certo. O preço da ação é reflexo das atividades da empresa. Mas isso não significa que os executivos, em especial os do RI, não tenham que entender a cabeça do investidor. Uma narrativa adequada também contribui para a valorização das ações. Cursos e aconselhamentos com profissionais que atuam no mercado podem ser de grande ajuda para os profissionais da empresa e, em consequência, beneficiar a todos: executivos, controladores e minoritários. O tema é extenso. Retornarei ao assunto em outros artigos.

---

**Veículo: Jornal Valor Econômico**

**Data: 29/06/2016**

**As dificuldades de comunicação com o mercado – Parte II**

**por André Rocha**

Cumprindo a promessa do último artigo, volto a abordar o tema da relação das empresas com os investidores. Uma boa comunicação com os agentes de mercado (analistas, gestores e investidores pessoa física) é fundamental para que o preço das ações da companhia incorpore da melhor forma possível suas atividades operacionais e financeiras presentes e futuras e, com isso, se aproxime do preço justo da ação.

Há três semanas, falei, citando casos que vivenciei profissionalmente, sobre três temas: a recompra de ações, empresas alvo de aquisições e a visão de curto prazo das empresas. Hoje, discorrerei sobre as estimativas oficiais fornecidas pelas próprias companhias sobre dados operacionais, também conhecidas pelo termo em inglês “guidances” e o período de silêncio (“quite period”, em inglês).

Estimativas oficiais (“guidances”)

É comum que as empresas forneçam espontaneamente estimativas próprias para alguns dados como receita e Ebitda (medida simplificada de fluxo de caixa). Geralmente, a empresa não fornece um número específico, mas um intervalo de valores (“range”, em inglês) no qual deve se situar, por exemplo, a receita no ano. Assim existe uma estimativa mínima, média e máxima. A empresa deve estar muito confortável sobre os números apresentados, pois o mercado acredita que ninguém possa conhecer melhor as perspectivas da empresa do que a própria empresa. Assim, um resultado efetivo inferior ao valor fornecido mínimo pode causar um efeito devastador sobre o preço da ação. A administração deve estar confiante de que possa alcançar com tranquilidade o ponto médio, pois esse deve ser o valor utilizado pela maior parte dos analistas. Uma empresa que eu analisava, logo após a abertura de capital, forneceu um “guidance” de crescimento de receita muito ambicioso. Questionei o responsável pelo departamento de relação com investidores (RI) se a informação prestada ao público não era irreal que retrucou imediatamente: “se eu não acreditar na minha empresa, quem acreditará?”. O tempo passou e, como sempre, a realidade cobra a conta dos fanfarrões. Apesar de a empresa ter apresentado um crescimento anual do faturamento de cerca de 20%, as ações despencaram após a divulgação dos resultados, pois o crescimento estava aquém do sinalizado pela empresa. O outrora arrogante profissional me ligou resmungando: “o mercado é muito exigente”. Contudo, a culpa foi do próprio administrador que alimentou mal as expectativas do mercado.

Caso clássico de estimativas não condizentes com a realidade foi o da petrolífera OGX.

Outro cuidado que deve ser tomado é o de que a informação sobre o “guidance” seja fornecido ao mesmo tempo para todo o mercado. O documento pode ser o “press release” de resultados ou um “comunicado ao mercado”. A divulgação de estimativas oficiais em entrevistas ou em reuniões patrocinadas por corretoras, cuja audiência é restrita a poucos clientes, tem de ser evitada, pois estaria se privilegiando uma pequena parcela do mercado.

Foi o que em tese aconteceu com as ações do Banco do Brasil, segundo reportagem do Valor “Ações do BB caem após suposto guidance”, de 3 de fevereiro de 2014. Segundo a matéria, o analista de um banco teria obtido em conversa com o BB um “guidance” ainda não oficial de crescimento da carteira de crédito para o ano. Esse número, que decepcionou o mercado, fez as ações recuarem 4,4% após a divulgação do relatório do analista. O Banco do Brasil negou a existência de vazamento.

Período de silêncio (“quiet period”, em inglês)

É comum os departamentos de RI, antes da divulgação dos resultados, evitarem os agentes de mercado alegando estarem em período de silêncio. O Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (Codim) emitiu, em 2009, um pronunciamento de orientação padronizando os procedimentos a serem adotados pelas companhias em períodos anteriores à divulgação dos resultados. O documento diz que as companhias não devem fornecer informações privilegiadas sobre seus resultados ao público externo durante o preparo das demonstrações contábeis. Mas o mesmo pronunciamento permite que “outras informações rotineiras devam continuar a ser transmitidas para não prejudicar o acompanhamento de suas atividades pelo público estratégico”. Contudo, apesar da orientação clara do Codim, a maioria das empresas esquivava-se de informar qualquer coisa ao mercado, escondendo-se atrás do período de silêncio. Como há quatro divulgações trimestrais no ano e o período de silêncio é de 15 a 20 dias, um RI padrão das companhias nacionais não atende o mercado durante 80 dias. Em outras palavras, em 30% dos dias úteis do ano, a empresa não interage com um dos seus principais pilares: seus atuais ou potenciais acionistas. Não à toa, o mercado reclama da interação com as empresas.

**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 <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista> ).**