

Veículo: Valor Econômico

Data: 21/07/14

Chega de frustração

Pedro Rudge, da Leblon: "Não dá pra comprar um guidance sem entender o que há por trás dele. Essa é a vantagem do indicador: entender o que pensa a empresa"

"As projeções divulgadas pela companhia foram descontinuadas tendo em vista a volatilidade verificada no ambiente macroeconômico nos últimos meses." A frase, retirada de um fato relevante da Oi publicado no ano passado, tem aparecido com cada vez mais frequência no discurso das empresas brasileiras de capital aberto. Levantamento feito pelo Valor mostra que, desde 2012, oito companhias do índice IBrX-100, formado por 95 empresas donas das cem ações mais negociadas da bolsa, deixaram de divulgar metas operacionais e financeiras ao mercado - o chamado "guidance".

As incertezas tanto aqui, quanto lá fora, de fato têm dificultado o planejamento. O problema é a frustração que o não cumprimento de metas gera junto ao mercado. A maior parte das empresas que descontinuou a prática só o fez depois de terem sofrido um baque nas ações por não conseguirem entregar o que havia previsto inicialmente.

Um exemplo emblemático é o da incorporadora PDG, que decidiu não divulgar mais metas de lançamentos em 2012, após ter cortado a previsão para aquele ano pela metade, de cerca de R\$ 9 bilhões para uma faixa entre R\$ 4 bilhões e R\$ 5 bilhões. Em um só pregão, no dia do anúncio do corte da projeção, os papéis caíram 10%, para R\$ 3,02. De lá para cá, não se recuperaram e atualmente são cotadas na faixa de R\$ 1,50.

As empresas de construção civil estão entre as que mais abandonaram o hábito de divulgar metas. Além da PDG, outras quatro companhias do setor - Brookfield, Eztec, Rossi e MRV - deixaram de antecipar projeções anuais de lançamentos, vendas e margens ao longo dos últimos dois anos. No período, o setor passou a lançar menos empreendimentos e a se concentrar mais na rentabilidade, após diversos problemas com estouros de custos que reduziram a capacidade de tocar os projetos e dúvidas em relação ao potencial de crescimento da demanda.

"Eu prefiro que a empresa seja honesta ao afirmar que não tem visibilidade suficiente para fixar projeções, do que ficar ajustando a todo momento", afirma o analista de um banco de investimento estrangeiro, que pediu para não ser identificado. A sanção para quem não atinge metas propostas, diz ele, vem pelo método mais eficaz do mercado: o preço. "Aplico uma taxa de desconto maior nos preços-alvo de algumas companhias porque sei que a credibilidade está arranhada e isso se reflete nas cotações. Não tem jeito, o mercado cobra", destaca.

Segundo ele, o mero abandono da divulgação de projeções não é, por si só, uma grande questão. O problema é deixar o mercado no escuro. "Se não há previsibilidade para cravar um número, a empresa pode alinhar as expectativas em relação à sua realidade de diversas formas", ressalta o analista, citando teleconferências de resultados, prévias operacionais reuniões públicas com investidores como alternativas muitas vezes mais eficazes do que as metas para avaliação das perspectivas de uma ação.

Além das incorporadoras e da empresa de telefonia Oi, o banco Santander também optou por não divulgar projeções no começo do ano passado, alegando que as condições macroeconômicas tinham alterado as premissas para as metas de crescimento da carteira de crédito, traçadas no fim de 2011. A Estácio, do setor de educação, é um caso à parte. Deixou de publicar guidances em 2012, em meio a uma oferta subsequente de ações, que, por regulação, exige um período de silêncio junto aos investidores. Desde então, não retomou a prática.

Para Pedro Rudge, sócio da gestora de recursos Leblon Equities, a divulgação de projeções pode ser útil, especialmente nos casos de empresas menores, que não recebem muita atenção dos analistas. "Os investidores tendem a se beneficiar da sinalização do patamar no qual os administradores estão trabalhando", ressalta. Sem citar exemplos, ele argumenta que a prática é menos eficaz e pode ser mais arriscada para empresas de grande liquidez, que já tem suas perspectivas avaliadas por bancos e corretoras, com premissas que muitas vezes podem ser mais realistas que as da própria administração.

É o caso da Petrobras, que não cumpre suas metas de produção anuais desde 2003. Diante das incertezas, as expectativas dos analistas são bastante elásticas. Para este ano, a projeção oficial da estatal é de alta de 7,5%, com intervalo de um ponto para cima ou para baixo. Entre bancos e corretoras, no entanto, a previsão varia de 4,8% a 6,9%.

Rudge recomenda que os investidores observem as premissas por trás das projeções, o que dá uma boa pista da qualidade da previsão e dos fatores externos que podem provocar alterações nos números. "Não dá pra comprar um guidance sem entender o que há por trás dele. Essa inclusive é a vantagem do indicador: entender o que pensa a empresa", conclui.

O gestor valoriza também números de mais longo prazo, que refletem o planejamento estratégico. "Quando a empresa tem visibilidade para dar direcionamentos para um horizonte de três, cinco anos, tende a atrair maior interesse de investidores que ficam mais tempo com o papel, o que diminui a volatilidade", explica Rudge.

A publicação de projeções é opcional e o momento de pouca previsibilidade sobre a economia está levando as empresas a questionar os prós e contras da prática. "A divulgação de guidances começou a ganhar espaço com o boom de IPOs de 2007 e muitas companhias ainda estão avaliando como o mercado absorve essas informações ou até mesmo sua capacidade de conseguir dar indicadores factíveis", ressalta Marcelo Barbosa, sócio do escritório de advocacia Vieira Rezende.

O advogado ressalta que as exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para quem adota a prática também deixam as companhias com um pé atrás, especialmente depois do caso da OGX, de Eike Batista, em que as estimativas de produção de petróleo se mostraram muito infladas. As empresas que optam por divulgar metas têm de fazê-lo de forma transparente junto ao mercado, por meio de comunicados ou fatos relevantes. Além disso, precisam detalhar os indicadores, o horizonte projetado e as premissas utilizadas no Formulário de Referência, espécie de raio X corporativo arquivado anualmente e que recebe bastante atenção do regulador.

Uma análise desses documentos mostra que, por aqui, as empresas preferem divulgar projeções operacionais e não financeiras. Do universo de 95 empresas analisadas, apenas a rede de ensino Anhanguera divulga projeção de lucro para o ano. A opção mais comum é dar números como o volume ou rentabilidade esperada nas operações.

A prática é muito diferente da observada nos Estados Unidos, onde é comum que as companhias listadas divulguem projeções de lucro por ação, muitas vezes em bases trimestrais. Estudo feito pelo National Investor Relations Institute (Niri) em setembro de 2012 mostra que, de um universo de 362 companhias americanas listadas, 88% adotavam algum tipo de "guidance". No Brasil, na amostra analisada pelo Valor, 58% das empresas do IBrX-100 optaram neste ano por não divulgar projeções periódicas. A taxa é bem menor que a apurada em uma pesquisa feita pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (Ibri) em 2007 com companhias com faturamento de R\$ 1 bilhão, de 76%.

Para o professor de finanças da Fipecafi, Mário Amigo, a maior estabilidade das economias desenvolvidas explica parte desse comportamento. "Nossa economia é muito menos previsível e mais suscetível a choques externos. Fica mais difícil fazer previsões com um nível razoável de segurança", ressalta. Segundo ele, o avanço da inflação nos últimos anos complica ainda mais o cenário, pois torna bastante complicado prever indicadores de custos e rentabilidade.

Mesmo nos Estados Unidos, no entanto, a divulgação de projeções gera polêmica. O megainvestidor Warren Buffett é um dos opositores da prática, alegando que ela pode levar os administradores a adotar medidas que trazem resultados de curto prazo e perseguir metas atreladas à remuneração variável da diretoria.

E a história tem exemplos emblemáticos de que isso realmente pode ocorrer. A quebra da americana Enron, que ocorreu no início dos anos 2000 e provocou um forte aperto nas regras de auditoria dos Estados Unidos, ocorreu em boa parte porque administradores maquiavam balanços, de forma a atingir as metas previamente traçadas e inflar seus bônus.

No Brasil, para evitar esse tipo de problema, o **Comitê de Divulgação de Informações ao Mercado (Codim)** recomenda que as empresas que optam por divulgar "guidances" utilizem indicadores operacionais e não financeiros. Além disso, aconselha que sejam divulgados intervalos de projeções para os indicadores e com horizonte mínimo de um ano. "Guidance pode ser interessante, na medida em que auxilia o mercado a entender as premissas por trás da história da empresa, mas a divulgação tem que ocorrer sob algumas métricas e regras. As práticas adotadas, a nosso ver, são muito agressivas e perigosas", afirma Geraldo Soares, presidente do conselho de administração do Ibri.