



A comunidade em números – 31/01/2009

- A comunidade INI conta com **5.534** associados individuais, **34.848** investidores cadastrados, **52** Membros Orientadores, **32** corretoras parceiras, **23** empresas fundadoras e **5** empresas associadas.

Agenda INI, Parceiros, Fundadores e Associados

Cursos e Palestras

- RJ - 12/02 - Curso Método INI de investimento em ações – Rio de Janeiro
- PR - 14/02 - Curso Método INI de investimento em ações – Curitiba
- SP - 14/02 - Curso “OPÇÕES – Estratégias de Investimento e Proteção – São Paulo
- SP - 19/02 - Curso Método INI de investimento em ações – Campinas
- SP - 07/03 – Curso de Iniciação ao Mercado de Ações – São Paulo
- SP - 07/03 – Curso “Tributação sobre Renda Variável – Pessoa Física – São Paulo
- SP - 14/03 - Curso Método INI de investimento em ações – São Paulo
- SP - 28/03 - Curso Método INI de investimento em ações – Sorocaba

Reuniões e eventos de Associados e Fundadores

- [BRA – 29/01 – Chat com a PETROBRAS sobre Plano de Negócios 2009-2013 – Brasil](#)
- [BRA – 03/02 – Chat com o BRADESCO sobre resultados de 2008 – Brasil](#)
- [SP – 12/02 – Encontro BRADESCO-INI – São Paulo – Espaço Millenium – Vila Mariana](#)
- [BRA – 02/03 – Chat com o ITAÚ sobre resultados de 2008 – Brasil](#)
- [SP – 04/03 – Encontro BRADESCO-INI – São Paulo – Ribeirão Petro](#)
- [SP – 05/03 – Encontro BRADESCO-INI – São Paulo – Santos](#)

Aconteceu no INI

- Em janeiro de 2008 o INI, através de seus membros orientadores ministrou **8 cursos e palestras** em: São Paulo (2), Joinville (2), Rio de Janeiro, Campinas, Curitiba (2). Foram 288 presentes com 31 novos associados.
- No dia 22/01/2009 o INI ministrou sua primeira palestra com TRANSMISSÃO AO VIVO do áudio para todo o Brasil. Tivemos, ao todo, mais de 100 participantes através da WEB (90 ao mesmo tempo na sala) e 26 participantes presentes à sala no Rio de Janeiro. O evento teve excelente repercussão o que nos levou a estimular nossos Orientadores a buscarem soluções também nesse sentido. Em breve, teremos muito mais INI na WEB!
- O INI participou da sexta edição do Programa TOP da CVM, ministrando palestra para mais de 50 professores universitário em São Paulo, no último dia 30/01/2009.
- Veja ao final desta edição a lista com os vencedores do 3º PRÊMIO IMPRENSA DE EDUCAÇÃO AO INVESTIDOR. Essa premiação é promovida pelo comitê consultivo de educação do qual o INI faz parte.

Entendendo o Mercado de Ações



TEMA DESTA EDIÇÃO: TRILHÕES DE DÓLARES DE PREJUÍZOS! POR QUE ESTAMOS VENDENDO PREJUÍZOS TRIMESTRAIS SEM PRECEDENTES NOS ÚLTIMOS MESES, OU, COMO UMA EMPRESA PODE PERDER, EM UM TRIMESTRE, 2 VEZES, 3 VEZES, 4 VEZES SEU VALOR DE MERCADO?

No dia 03/02/2009 a Alcatel-Lucent, maior fornecedor de equipamentos para telefonia fixa, reportou um prejuízo trimestral de 3,89 bilhões de euros. E não é o primeiro, mas o oitavo prejuízo trimestral seguido. A empresa estava valendo nesse dia, na bolsa de Paris, 3,48 bilhões de euros, muitíssimo menos do que seus últimos prejuízos somados. E os exemplos de prejuízos astronômicos não param. Não passamos uma semana sem que alguma instituição registre prejuízos sem precedentes. Bancos e até petrolíferas registram perdas de dezenas de bilhões de dólares. Parece catastrófico, mas pode não ser bem assim. Entenda a seguir a questão das baixas contábeis e diferencie prejuízos operacionais e prejuízos contábeis.

A injustiça do seu Imposto de Renda e o valor de mercado do seu patrimônio

Qualquer brasileiro que tenha um imóvel em seu nome há alguns anos, já se perguntou: - *Poxa, comprei meu imóvel em 1999 por R\$ 120.000, hoje ele está valendo R\$ 300.000, mas eu ainda tenho que colocá-lo na minha declaração do IR pelo valor pago à época mais as melhorias que fiz!*

O problema disso é que, se for vender o imóvel, pagará 15% de IR sobre os ganhos de capital, ou seja, a diferença entre o valor da venda e o valor declarado. Não são raros os brasileiros que têm imóveis comprados há 20, 30 anos cujo valor declarado é quase residual.

Agora imagine um sujeito que comprou 3 apartamentos por R\$ 50.000,00 cada, na praia da Barra em 1980 quando eram baratíssimos, ter que declarar um patrimônio de R\$ 150.000,00 sabendo que hoje os apartamentos valem, no mínimo, R\$ 500.000,00 cada!

Na contabilidade das empresas não é diferente. As regras contábeis brasileiras, por muitos anos, não permitiam, ao menos com facilidade, o registro de ativos e/ou passivos a valor de mercado. Não raro tínhamos imóveis totalmente depreciados, que constavam nos balanços a R\$ 0,01, mas que valiam milhões. Nos EUA e na Europa não funciona mais assim há algum tempo, e o Brasil, a partir de 2010, vai seguir também esses princípios contábeis internacionais.

Contabilidade por valor de mercado

É evidente que essa modelagem brasileira, apesar de conservadora, não é adequada às necessidades dinâmicas do mercado de capitais. Ter ativos registrados a valores históricos pouco diz sobre o verdadeiro valor da companhia. Por esse motivo, e pela necessidade de se comparar ativos em diversos mercados, muitos países (Brasil em 2010) adotaram as normas IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

Entre muitas mudanças, esse modelo prevê o registro de ativos e passivos pelo seu valor justo (*fair value*), que nada mais é do que o valor pelo qual ele poderia ser vendido (ou quitado) em uma transação entre partes interessadas, em condições normais (isto é, que não seja uma liquidação de ativos/passivos).

Bom, já dá para notar que houve um incremento de subjetividade e que foi introduzido nos balanços um elemento altamente volátil. Anteriormente, se um imóvel estivesse registrado por R\$ 0,01, sob nenhuma hipótese a empresa sofreria perdas contábeis caso o valor de mercado do imóvel desabasse. Até porque ela não era obrigada a registrar nada pelo valor de mercado. No modelo contábil atual, que busca ser mais adequado para medir o valor das empresas, a coisa funciona de forma diferente e as perdas podem ser grandes, imensas. Assim como os ganhos. Mas nem sempre isso significa prejuízo na operação ou furo no caixa.

Prejuízos incrivelmente elevados!

Essa técnica de se ajustar os ativos/passivos a valor de mercado e atualizá-los ano a ano tem sido a responsável pelas perdas contábeis sem precedentes dos últimos meses. Assim como foram responsáveis por ganhos extraordinários nos últimos anos. Se contabilizarmos todos os prejuízos dos últimos 5 anos da General Motors, chegaremos a valores 30, 40 vezes maiores do que seu valor de mercado atual. E ainda maiores do que seu valor histórico mais alto, na NYSE.

O leitor poderia perguntar: Em se permitindo tanta subjetividade para dar preço aos seus ativos/passivos, será que essas empresas não estariam com registros contábeis em valores muito acima do razoável e estão aproveitando a fase em que tudo vem dando errado para baixar esses exageros? E aí cabe devolver a pergunta: Será?

Vejamos alguns exemplos de baixas contábeis, que provocam variação no patrimônio líquido, porém não estão relacionados diretamente com o resultado operacional atual da companhia (exceto se as operações registradas forem liquidadas).

PDD – Provisões para devedores duvidosos

Essa conta do balanço tem a utilidade de adequar as expectativas de receita futura às características atuais de inadimplência em determinado setor. Ela não é uma imposição do IFRS, já existe há muitos anos e é amplamente utilizada pelos bancos, posto que seus resultados são bastante dependentes da capacidade dos mutuários pagarem suas dívidas.

Como funciona isso?

Se um banco adota um patamar, por hipótese, de 6% de PDD, deverá pegar sua conta “empréstimos a receber” (ou semelhante) e subtrair de uma sub conta (PDD), que terminará por reduzir a expectativa futura de recebimento dos empréstimos, exatamente no montante esperado pelas condições de mercado.

Veja o exemplo:

Em 31/12/2007 o banco X tinha R\$ 100.000.000 a receber de empréstimos e uma provisão para devedores duvidosos de 6%, totalizando R\$ 6.000.000. Essa conta contribuirá para o ATIVO TOTAL com R\$ 94.000.000 (100 – 6).

Em 31/12/2008 o banco tinha os mesmos R\$ 100.000.000 a receber, mas sua PDD mudou. Vejamos as possibilidades:

Independentemente do que aconteceu durante o ano, o impacto da PDD no resultado é dado por sua variação, positiva ou negativa, no momento da contabilização dos resultados.

- PDD de 6% - Não há variação no resultado por que a inadimplência não mudou.
- PDD de 5% - Com uma inadimplência menor surgirá no balanço mais R\$ 1.000.000, que serão contabilizados no resultado aumentando-o, por força da queda da inadimplência.
- PDD de 7% - Com uma inadimplência maior o balanço terá menos R\$ 1.000.000, que serão contabilizados no resultado reduzindo-o, por força do aumento da inadimplência.

No resultado do quarto trimestre de 2008 o Bradesco registrou uma provisão extra de R\$ 597 milhões, por ter expectativa de que haverá aumento na inadimplência nos próximos meses. Essa provisão reduziu os resultados do banco.

A PDD é uma prática contábil corriqueira e tem sua volatilidade possível testada ao longo dos anos. O que têm impactado os balanços é a variação de ativos e passivos menos ortodoxos. É o que veremos em alguns exemplos a seguir.

Ágio ou *Goodwill*

No caso da Alcatel a amortização de ágios referentes à compra da Lucent em 2006 é a principal causa dos prejuízos recorrentes.

A Alcatel, durante o Bull market, comprou a Lucent com ágio, ou seja, pagou mais do que o valor considerado justo pelo mercado à época.

Naturalmente a Alcatel pagou esse ágio julgando que a Lucent poderia valer ainda mais, ao ser integrada em suas operações e às sinergias possíveis entre as duas gigantes.

Na hora de incorporar a compra ao balanço, por hipótese, saem algumas dezenas de bilhões de dólares do caixa e entra um ativo no mesmo valor, NÃO IMPACTANDO o patrimônio líquido e o resultado. É claro que uma operação complexa como a do exemplo não é feita de forma tão trivial. Normalmente há a formação de uma nova companhia, com troca de ações, acordos de acionistas etc., mas deixemos a situação simplificada, apenas como exemplo.

Imagine que o valor de mercado da Lucent estivesse em 20 euros por ação e Alcatel tivesse oferecido 40 euros por ação. Poderíamos dizer, grosso modo, que a Alcatel teria pagado um ágio de 20 euros por ação.

Na contabilidade internacional há previsão de registro desses ágios e instruções sobre como devem ser levados adiante, modificados ou baixados.

Nem é preciso dizer que o mercado de telefonia fixa, entre outros, perdeu muito de suas brilhantes perspectivas. Qualquer pessoa com consciência econômica mediana sabe dizer que o que foi registrado no balanço da Alcatel, em meados de 2006, deve ter sido muitíssimo acima do que as sinergias valem hoje, no começo de 2009.

O negócio foi fechado por 11,1 bilhões de euros. Muitos desses bilhões já não fazem mais sentido. Havia um ativo mal avaliado no balanço da Alcatel e isso precisou ser ajustado. E é justamente o que ela vem fazendo. Caso as baixas contábeis não fossem levadas em consideração, o resultado ajustado seria próximo a um lucro de 300 milhões de euros.

O leitor deve estar imaginando que essa perda é irreal. Mas está errado ao pensar assim. A perda não é operacional, mas dá uma dimensão das perdas que o patrimônio do acionista sofreu. Um dos objetivos do IFRS é aproximar o valor contábil de uma companhia de seu valor de mercado.

Para traduzir em uma linguagem mais corriqueira, ao baixar o ágio e o valor de mercado da companhia que foi comprada em 2006, a Alcatel não está incorrendo em perdas operacionais, mas somente reconhecendo ter pagado um preço irreal por esse ativo há alguns anos.

Derivativos marcados a mercado

Há muitas discussões em curso nos EUA e na Europa para que os mercados de derivativos passem a ser regulamentados ou, ao menos, passem por um processo de liquidação e negociação transparente (*clearing house*). Não é para menos, pois os bancos americanos estão há mais de um ano expurgando os derivativos que tinham em carteira e parece que ainda não terminaram.

São centenas de bilhões de dólares de ajustes nos balanços. Em todas as manchetes lemos: write downs (baixas contábeis). Infelizmente o caso aqui tende a ser pior do que nos dois últimos tipos de registros contábeis discutidos, pois derivativos tendem a ser muitíssimo mais voláteis e, em alguns casos, representam alavancagens muito perigosas.

Antes de partirmos para a explicação das baixas contábeis vejamos uma forma de perder mais do que se tem.

Suponha que sua empresa tenha contratos vendidos no valor de US\$ 1 bilhão. Em várias datas futuras você vai receber esse bilhão. Daí, disciplinadamente, conforme manda a regra do conservadorismo financeiro, você VENDE esses dólares no mercado futuro. A essa atitude, bastante coerente, chamamos

de HEDGE, que significa proteção, pois evita que suas receitas fiquem expostas às oscilações de ativos que não dizem respeito ao seu negócio (no caso, o câmbio).

Suponha que o dólar estivesse valendo, à época, R\$ 1,70 e que havia gente comprando a divisa americana no mercado futuro, para entrega em 2 meses, a R\$ 1,80. Você vende os dólares por R\$ 1,80 e, quando seu cliente lhe pagar em dólares dali a 2 meses você entrega a divisa americana para o comprador (do dólar futuro), que lhe paga uma taxa pré-combinada de R\$ 1,80 por cada dólar.

Você fica feliz, pois está se protegendo de uma eventual queda. E o comprador dos dólares também, pois está se protegendo de uma eventual alta.

Mas você pode ter recebido uma “dica quente” de que o dólar vai continuar caindo, daí pensa:

- Olha, eu só tenho US\$ 1 bilhão para receber, mas eu “sei” que o dólar vai continuar caindo. Então, vou vender US\$ 3 bilhões por R\$ 1,80, pois quando chegar a hora de entregar os dólares eu vou ao mercado e os compro por um valor mais barato e ganho a diferença. Sou muito esperto!

Ocorre que, contra todas as suas previsões, o dólar foi a R\$ 2,40. Vamos calcular a perda que sua brincadeira de adivinhação gerou?

Naturalmente você nada perdeu com o US\$ 1 bilhão que já tinha para receber. Só deixou de ganhar, pois vendeu o direito de repassá-los a R\$ 1,80 e o dólar chegou a R\$ 2,40.

Agora, quando o comprador, feliz da vida, pois vai pagar R\$ 1,80 em algo que consegue vender por R\$ 2,40, exige que você entregue os dólares, o que deve ser feito?

Você vai a mercado e compra US\$ 2 bilhões, pagando R\$ 4,8 bilhões. Entrega para o comprador por míseros R\$ 3,6 bilhões (R\$ 1,80 x US\$ 2 bi), perdendo na operação R\$ 1,2 bilhão.

Esse exemplo ilustra bem que os derivativos podem não ter piso para perdas. E os bancos americanos estão repletos deles, sendo que os mais tóxicos são os derivativos de crédito relacionados a hipotecas de alto risco (*subprime mortgage*) e os CDS (Credit Default Swaps).

Antes de tratarmos desses dois tipos de derivativos, é importante entender que o processo acima só gerou perdas reais porque o contrato venceu e o vendedor foi exercido. Se a empresa tiver vendido dólares por R\$ 1,80 com vencimento em junho de 2009, o registro no balanço deverá explicitar que NO DIA 31/12/2008 a perda com derivativos estava em R\$ X, porém, se chegando ao vencimento o dólar estiver em R\$ 1,80, não haverá qualquer perda.

A baixa contábil pode OU NÃO se tornar prejuízo real. Naturalmente, para quem está acostumado com mercados futuros, há sérios problemas de chamada de margem, que, mesmo que no futuro o dólar caia, a empresa vai ter problemas de caixa por ter que manter margens elevadas nos bancos onde contratou os derivativos.

No Brasil tivemos casos recentes com a Sadia, a VCP e a Aracruz. Em todos os casos, as companhias resolveram encerrar os contratos de derivativos antes do prazo, para evitar os riscos de ter uma elevação ainda maior do dólar. Isso, portanto, se tornou prejuízo real, não apenas um ajuste no valor dos derivativos.

Derivativos ligadas a hipotecas de alto risco (subprime)

Os bancos estão registrando, mês após mês, baixas contábeis absurdamente altas por conta da elevação na inadimplência nesses contratos de hipoteca.

Para se ter uma noção de quão perigosas são essas baixas, o mercado de hipotecas nos EUA chega a mais de US\$ 12 trilhões. Uma elevação na inadimplência em 2%, já daria baixas contábeis extras na ordem de US\$ 240 bilhões.

Isso tudo aliado a outros mercados de crédito (incluindo cartões de crédito), com outros trilhões de dólares em empréstimo, tem feito os bancos baixarem valores muito superiores aos seus lucros e, inclusive, ao seu

patrimônio líquido. Não é de admirar que grande parte dos bancos estrangeiros tenha tido perdas superiores a 70% em seu valor de mercado, nos últimos 24 meses.

A inadimplência é um item muito sério para os bancos, pois quando ela aumenta 1% o banco deve registrar perdas contábeis de 1% sobre TODA A CARTEIRA DE EMPRÉSTIMOS ligados àquele patamar de inadimplência. Como sabemos, a carteira de empréstimos dos bancos é muitíssimo superior ao seu patrimônio líquido, ao seu lucro anual e até ao seu valor de mercado.

Há bancos nos EUA com carteiras de crédito de US\$ 1,5 trilhão, e com valor de mercado de US\$ 30 bilhões. Quaisquer 1% ou 2%, comprometem fortemente a capacidade operacional do banco.

Parece ruim, não é? Pois ainda nem começamos a tratar dos derivativos de crédito ainda. O que foi revelado acima é semelhante à PDD, que tratamos no início do artigo. Os derivativos de crédito são os SIV (Structured Investment Vehicle). Funcionam como uma espécie vetor que dissemina, mundo afora, o ativo potencialmente tóxico.

Em vez da hipoteca ficar com o banco emissor, ela é organizada juntamente com outras semelhantes e gera um SIV, que é vendido para terceiros, de forma que o banco repassa os riscos de inadimplência. Os terceiros, comumente fundos de pensão que têm muito dinheiro em caixa e necessitam de fluxo de caixa constante para pagar seus segurados, trocam um valor em dinheiro por um fluxo futuro de recebimentos, derivados dos pagamentos das hipotecas.

Nem é necessário dizer que, dado que a inadimplência explodiu nos EUA, todos os que têm ativos desses registrados em carteiras devem registrar severas baixas contábeis. Nesse caso não é PDD, mas baixa no valor dos derivativos mesmo.

CDS – Credit Default Swaps, uma fonte de perdas ainda mais perigosa

Esse assunto dos CDS foi tratado no informativo INI de outubro de 2008. Desde lá o governo dos EUA está debruçado sobre esse mercado de balcão (sem regulamentação), na tentativa de se precaver caso haja problemas graves também nesse mercado.

Esse mercado é bem perigoso, pois chegou, em meados de 2008, a US\$ 62 trilhões. Depois que o governo americano começou a se aprofundar sobre o assunto, seu montante já caiu à metade, no início de 2009. Há diversas propostas para regulamentação do mercado de proteção a créditos privados.

Vejamos como esse mercado é potencialmente perigoso.

Quando um banco americano precisa captar dinheiro costuma emitir títulos de dívida prometendo pagamento de juros aos compradores ao longo dos anos. Imagine, em 2004, uma emissão do Lehman Brothers de US\$ 1 bilhão, com pagamento de juros anuais, por hipótese, de 5%.

Um fundo de pensão norueguês pode querer comprar esses direitos anuais. Ocorre que existia uma chance, pequena à época, do Lehman não honrar os pagamentos anuais. O fundo então buscava o Bank of America para comprar um CDS e se proteger contra o risco de default (calote) do Lehman. Pagava, por hipótese, 0,5% ao ano do valor total segurado, e, caso o Lehman falhasse no pagamento ou quebrasse, o Bank of America (BofA) deveria honrar o compromisso.

No balanço do BofA entraria um recurso financeiro (dinheiro) no ativo e um equivalente em obrigações relativas a seguros vendidos.

Como a chance do Lehman quebrar era pequeníssima, à época, esse movimento acabava, na realidade, sendo uma boa forma de fazer caixa expondo o balanço a riscos muito reduzidos.

O Lehman foi à falência. E havia gente “segurando” US\$ 120 bilhões em recebíveis ligados ao Lehman. Pergunto: O que fazer com as obrigações relativas a esses seguros nos balanços das instituições que venderam os CDS protegendo os compradores de um eventual default do Lehman?

Bom, se o BofA tivesse, por hipótese, vendido proteção para US\$ 20 bilhões de dólares, deveria registrar uma baixa contábil nesse valor (um pouco menos, pois compraram cerca de 8% das dívidas do Lehman

em leilão). Não significa que ele vai pagar US\$ 20 bilhões, somente que ele vai ter que arcar com as prestações da dívida do Lehman, que valem os tais US\$ 20 bilhões.

E a festa era grande. Há proteção para todos os fluxos de caixa que se pode imaginar. Vendiam CDS até para proteger contra default do governo argentino. Esse CDS da dívida soberana argentina disparou de 2,2% para 30% quando a presidente Kirschner estatizou fundos de pensão privados.

O exemplo dado, do Lehman, é um pouco forte, pois sabemos que o banco quebrou no já notório dia 15 de setembro de 2008. Mas há uma infinidade de CDS para todo tipo de dívida, privada ou pública. E qualquer percepção de que haverá aumento na inadimplência desses emissores, 1% que seja, já acarretaria num enorme prejuízo contábil, pelo ajuste a mercado do valor dos CDS.

Parece complexo, mas é bem simples.

Imagine que esteja registrado em seu balanço um derivativo, vendido por você, que protege o comprador contra um default argentino. Você vendeu, em 2006, o CDS por 2,2% e protegeu, por hipótese, US\$ 1 bilhão. Recebeu por isso US\$ 22 milhões e registrou obrigação semelhante no balanço.

O tempo passou e, com a melhoria das condições econômicas mundiais, a Argentina parecia ter colocado suas contas em dia e havia se tornado, na percepção do mercado, um devedor mais confiável. Dessa forma, no mercado de CDS, sua cotação estava em 1,5%.

Você teve um ganho contábil, que pode se tornar financeiro. Por que? Se você comprasse de outra instituição proteção para US\$ 1 bilhão da dívida argentina, pagaria, naquele momento, US\$ 15 milhões, porém já tem em caixa US\$ 22 milhões.

Há duas formas de se registrar isso. Efetivamente fazendo o negócio e embolsando os US\$ 7 milhões da diferença OU registrando o novo valor da obrigação, que daria um ganho contábil (mas não operacional) no mesmo montante, US\$ 7 milhões.

Ocorre que o mundo dá voltas e o nosso vizinho portenho acaba sempre no calote. No final de 2008 a Argentina resolve estatizar seus fundos de pensão privados, o CDS para proteger contra o calote vai a 30%. Se a Argentina declarar moratória, de novo, a perda contábil será integral, ou seja, US\$ 1 bilhão.

Não é de se espantar que os EUA estejam tentando tomar pé da situação, pois esse mercado além de potencialmente devastador, ainda não tem nenhuma regulamentação, ou seja, ninguém sabe ao certo quem são os vendedores e compradores. Muito perigoso.

Finalizando

O objetivo do artigo não é dissertar precisamente sobre as técnicas contábeis que obrigam as empresas às baixas que estamos vendo, mas, principalmente, demonstrar que muito do que estamos vendo é fruto da marcação a mercado dos ativos e passivos.

Como há uma profunda depressão nos mercados mundo afora e todos os ativos/passivos estão registrados nos balanços das empresas ou nas declarações de patrimônio das pessoas, é normal esperar que as perdas contábeis sejam imensas. Assim como, quando houver recuperação no valor dos ativos, pode haver uma presença forte de ganhos contábeis nos balanços.

Para ficar, de novo, num exemplo brasileiro, o Bradesco tinha, antes da crise, R\$ 4,7 bilhões de lucros não realizados, que são registros em balanço que valem potencialmente muito mais do que o valor contabilizado. Com a queda no valor das participações em empresas negociadas em bolsa e outros ativos, esses lucros não realizados caíram 87%, para R\$ 605 milhões.

Se o Bradesco registrasse esses ativos por seu valor de mercado, possivelmente teria que dar baixas contábeis superiores a R\$ 4,1 bilhões, o que impactaria imensamente o resultado final, porém não teria qualquer efeito prático mais grave. Como não teve mesmo.

Não é fácil, mas é importante conhecermos essas questões. Como dizem, é nas crises que aparecem as oportunidades!

A Metodologia INI para Investimento em Ações



TEMA DESTA EDIÇÃO: O DESEMPENHO DAS PRINCIPAIS AÇÕES EM 2008. VALORES E COMENTÁRIOS.

Publicado originalmente no portal www.ondeinvestirbylopesfilho.com.br

O ano de 2008 foi um ano fortemente caracterizado por uma extrema volatilidade, com os seus cinco primeiros meses ainda mostrando a continuidade do processo de alta verificado no mercado brasileiro nos cinco anos anteriores, até mesmo na contramão do que se observava nos mercados mais amadurecidos. Mas a partir do final de maio, um processo de realização mais intensa de lucros fez-se presente e nosso mercado passou a acompanhar o desenvolvimento dos principais mercados mundiais, principalmente o norte-americano. Contudo, de meados de setembro a meados de outubro um clima de quase crash sobreveio e o Ibovespa caiu muito rapidamente do patamar dos 50 mil pontos para 30 mil pontos. Com preços de ativos extremamente deprimidos, o mercado a partir daí mostrou um piso e buscou certa recuperação, com o Ibovespa fechando o ano na marca dos 37.550 pontos e com isso, registrando queda para 2008 de 41,22%, nominalmente uma das maiores já registradas.

Neste contexto, poucas foram as ações que conseguiram se salvar, mostrando valorização, contudo, foram inúmeras aquelas que apresentaram perda muito superior ao registrado pelo índice.

Dentro das mais expressivas oscilações destacamos para comentar as que se seguem:

Natura ON (+ 18,03%)

Diversos fatores influenciaram positivamente no desempenho em Bolsa dos papéis ON da Natura, com destaque para o plano de reorganização da empresa, buscando uma estrutura mais simples e menos hierárquica, levando à redução de despesas, que começaram a surtir efeitos nos últimos balanços da empresa. A trajetória ascendente dos títulos da Companhia teve início após o anúncio do plano de investimentos para os próximos três anos. No 1S08, a Natura apresentou o maior resultado de sua história, quando a receita líquida somou R\$ 1,5 bilhão, 12% superior ao mesmo período do ano anterior. Esta performance pode ser atribuída à estratégia de vendas mais agressiva da empresa, com o aumento dos investimentos em marketing. Destacamos, ainda, o lançamento de novos produtos no primeiro semestre, como o anti-sinais Chronos à base de passiflora, e uma linha produzida a partir de ativos de cacau. O reposicionamento de preço de algumas linhas, que ficaram mais acessíveis, também influenciou o bom desempenho das vendas.

Destacamos as perspectivas favoráveis, tendo em vista ainda a capacidade da Companhia de ser competitiva em relação aos concorrentes que atuam nesse mercado e a adequação de novos produtos à marca Natura. A recente valorização do dólar frente ao real, que encareceu os produtos importados, pode privilegiar as vendas da Natura. O investimento de R\$ 400 milhões programados para ocorrer entre 2008 e 2010 está mantido, principalmente em ações de marketing. Além disso, a empresa pretende inaugurar até 2010, 30 Casas Natura e entre três e quatro novos centros de distribuição.

Vale PNA (- 51,13%)

A crise financeira internacional provocou desaceleração na atividade econômica global à medida que se reduziu o crescimento dos países desenvolvidos e a expansão dos mercados emergentes perdeu ímpeto, enfraquecendo a demanda por minerais e metais. Desta forma, as ações da Vale foram impactadas negativamente pelo agravamento da crise que atingiu a economia mundial desde o segundo semestre do ano, que congelou o crédito bancário e contaminou a economia real. O “tranco” foi tão violento que paralisou a demanda por minério de ferro, levando a empresa, maior produtora do insumo, a cortar 10% na sua produção de 300 milhões de toneladas anuais, enquanto as usinas de aço seguiram o mesmo caminho ao ver os preços dos seus produtos despencarem em média quase 50%. Cabe assinalar que no fim de 2008 o setor siderúrgico brasileiro estava operando com ociosidade de 30%. Além disso, a Vale ajustou seus programas de produção em diversos países, o que implicou em redução de ritmo de atividade de metais básicos, como o níquel e o alumínio.

Destacamos ainda que no 3T08 a Companhia estava exigindo um aumento extra de 12% para o minério de ferro, ainda em 2008, das siderúrgicas asiáticas. Diante da forte resistência dos seus maiores consumidores de minério de ferro e da redução da demanda, a empresa teve que recuar, o que contribuiu para a desvalorização dos seus títulos.

Transmissão Paulista PN (+20,74%)

O setor de energia elétrica, como um todo, foi eleito pelo mercado como hedge (proteção) para a crise internacional que estamos atravessando, tendo em vista o baixo risco conjuntural inerente a esse tipo de negócio. Por essa razão, quase todas as empresas performaram o Ibovespa durante o ano. E, dentro do setor elétrico, as ações com melhor desempenho foram justamente as da Transmissão Paulista. O setor de transmissão de energia elétrica possui risco conjuntural próximo a zero porque tem suas receitas anuais fixadas pela Aneel, corrigidas pelo IGP-M e não dependem do fator demanda.

Eletrobrás PNB (+11,86%)

Dentro do setor elétrico, as ações desta empresa tiveram o segundo melhor desempenho, devido a uma combinação de fatores: i) valorização do dólar frente ao real - a empresa é fortemente credora em dólar; ii) inserção dos ADRs no nível II; iii) promessa de solução de vários dos problemas da Companhia, como os dividendos atrasados das ON, questão das distribuidoras federalizadas, etc.

Cesp PNB (-65,06%)

Foi a pior performance do setor elétrico no ano, tendo sido a única ação com performance abaixo do Ibovespa. Duas razões principais contribuíram para isso: i) fortemente endividada em dólar, sofreu o impacto da valorização dessa moeda frente ao real; ii) as dúvidas com relação à renovação das concessões das hidrelétricas Jupia e Ilha Solteira, que respondem por quase 70% de sua capacidade de geração.

Localiza ON (-61,56%) - Randon Part PN (-62,46%) - Iochpe-Maxion ON (-79,34%) - Plaspar Part ON (-85,11%)

Até meados do 3T08, as perspectivas para a Indústria Automobilística nacional eram consideradas altamente favoráveis, refletindo o forte aumento das vendas de veículos no mercado interno. Segundo informações da ANFAVEA, no período acumulado jan-set/08, a produção e venda de veículos apresentavam crescimentos de 20% e 27%, respectivamente, ante o mesmo período no ano anterior.

Contudo, com a crise financeira internacional o cenário macroeconômico apresentou significativas mudanças: redução da disponibilidade de crédito, elevação das taxas de juros praticadas no mercado interno, redução dos prazos de parcelamento para aquisição de bens duráveis (veículos) e a iminente recessão no mercado externo. Estas variáveis influenciam diretamente o desempenho da atividade econômica nacional e, conseqüentemente, do setor automobilístico. Verificamos que no bimestre, out-nov/08, a produção e venda de veículos já foram afetadas pelas alterações supracitadas, registrando quedas de 14% e 15%, respectivamente, frente ao mesmo bimestre do ano anterior.

Neste sentido, atrelamos a desvalorização dos títulos acima ao agravamento da crise financeira internacional e, por conseguinte, à expectativa de redução da produção e venda de veículos e ao arrefecimento da atividade econômica nacional. O setor automobilístico é um dos que mais tem sofrido com as alterações no cenário macroeconômico, tendo em vista que a demanda é altamente dependente das linhas de crédito para financiamento, alongados prazos de pagamento e aumento da renda da população.

Agra ON (-84,62%) - Rossi Residencial ON (-83,20%) - Even ON (-82,76%) - Camargo Correa ON (-78,66%) - Brascan Residencial ON (-77,02%)

Ao analisarmos as maiores quedas do ano, constatamos que o setor de incorporação imobiliária aparece numa posição de destaque. Será que o ano foi tão ruim assim para o negócio? Será que todo aquele potencial que o mercado vislumbrava, até poucos meses atrás, virou pó diante da crise financeira? Cremos que não.

Na verdade os problemas já vinham se acumulando, na fase de alta, marcada nos últimos meses por uma euforia cega. Pagaram-se valores injustificáveis por algumas empresas – que individualmente captaram algumas centenas de milhões de reais – que venderam projetos ou “guidances” que agora sabemos completamente inviáveis. Em algum momento esta fatura teria de ser paga. Foi o que aconteceu.

O caso da Tenda é emblemático e deve servir de base para algum estudo acadêmico que avalie até onde vai a credulidade dos mais diversos agentes de mercado. A transferência de seu controle para a Gafisa pode dar um final mais feliz para aqueles que compraram suas ações no IPO.

Já o caso da Agra é diferente, a magnitude da queda reflete muito mais o impacto da desistência da Cyrela em incorporá-la integralmente. Melhor capitalizada, tem condições de seguir adiante na atividade, ou mesmo participar de algum outro arranjo societário.

O ano de 2009 começa mostrando dúvidas e desafios para o setor, o que para muitas empresas hoje listadas em bolsa não é um fato novo. As melhores empresas devem sair fortalecidas e melhor preparadas para o novo ciclo de crescimento que certamente virá esperamos que num futuro não tão distante.

Aracruz PNB (-79,96%) - VCP PN (-66,92%) - Suzano Papel PNA (-58,31%) - Klabin PN (-47,17%)

A crise financeira mundial trouxe um cenário adverso para o setor de papel e celulose com enfraquecimento da demanda e redução de preços, o que repercutiu negativamente sobre os papéis das quatro grandes empresas do setor negociados em Bolsa.

Diante do aumento dos estoques a partir do 3T08, muitas empresas anunciaram cortes temporários na produção, tentando adequar a oferta à demanda de curto prazo.

A Suzano realizou, na primeira semana de nov/08, uma parada na linha de produção de Mucuri (BA) com o objetivo de reduzir, no mínimo, em 30 mil toneladas a produção de celulose de mercado. Essa decisão foi

seguida pelas demais empresas do setor. A VCP realizou uma parada de sete dias na unidade de Jacareí (SP), com redução da produção em 25 mil toneladas. A Aracruz decidiu antecipar a parada para manutenção das linhas “A” e “C” da unidade Barra do Riacho para o último trimestre de 2008, visando uma redução da produção em 64 mil toneladas.

A desvalorização das ações da Aracruz e da VCP foi potencializada após o anúncio da Aracruz, no dia 25 de set/08, de que a exposição da empresa a derivativos cambiais denominados Sell Target Forward foi fortemente impactada pela abrupta valorização do dólar frente ao real, além de tais operações terem excedido os limites determinados pelo Conselho de Administração. No dia 2 de out/08, a Aracruz, com o auxílio de uma consultoria especializada contratada para este fim, apurou um resultado contábil negativo de US\$ 1,97 bilhão nas operações com derivativos, na data base de 30 de setembro.

Somente na primeira semana de nov/08 a Aracruz anunciou o “desfazimento” de 97% das operações com derivativos cambiais, correspondente a uma perda de US\$ 2,13 bilhões, de modo a viabilizar a estruturação dos financiamentos com os próprios bancos com os quais havia realizado tais operações, uma vez que a companhia não dispõe de caixa para liquidá-las. Contudo, vencidos os prazos estipulados, inicialmente 30 de novembro e depois 11 de dezembro, a Aracruz informou que não chegou a um acordo com os bancos contrapartes sobre a reestruturação dos derivativos, sem, no entanto, estipular uma nova data para a conclusão da negociação, que segue em curso.

As perdas para Aracruz e VCP vão além da penalização de seus papéis em Bolsa. O processo de fusão das duas companhias ficou indefinido, atrasando a tão esperada consolidação de suas plantas.

Diante das perdas financeiras com derivativos e com o agravamento da crise de crédito global, Aracruz e VCP anunciaram o adiamento de projetos bilionários na expansão da capacidade como forma de preservar o caixa. A Aracruz suspendeu, inclusive, a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio aos acionistas. Todos esses eventos refletiram na percepção negativa dos investidores sobre ambas.

Duratex PN (-66,03%)

Os papéis da Companhia estiveram entre os mais penalizados com a fuga do capital estrangeiro da Bolsa nos últimos meses diante do agravamento da crise financeira mundial.

Além da crescente aversão ao risco, influenciou negativamente a percepção sobre a Companhia o aumento dos custos dos insumos (resina e energia elétrica) pressionando suas margens operacionais, comportamento observado mais intensamente no primeiro semestre deste ano.

Em decorrência do agravamento da crise, a Duratex anunciou a postergação por seis meses do plano de investimento, anunciado no início de outubro, visando a implantação de uma nova linha de MDP em Itapetininga para a produção de painel básico com capacidade de 1.000.000 m² e que demandaria investimentos de R\$ 1 bilhão, incluindo uma fábrica de resina nessa unidade, além da aquisição de terras e plantio de florestas.

Contudo e mais recentemente, diante da queda dos preços das commodities no mercado internacional, os investidores têm migrado seus investimentos para ações de empresas mais fortemente ligadas ao consumo interno, o que levou a uma procura pelos papéis da companhia nas duas primeiras semanas de dezembro.

Os principais riscos para a Duratex estão relacionados ao ritmo de crescimento da economia brasileira e seus reflexos no nível de emprego, na renda pessoal e no setor de construção civil. As notícias atuais são de queda na velocidade de venda de imóveis e revisão dos planos de novos lançamentos imobiliários por

parte das construtoras, o que é desfavorável para a companhia, uma vez que a indústria da construção civil é responsável por 80% das suas vendas diretas e indiretas. Porém, é importante destacar que no ciclo de uma obra, a parte hidráulica somente se inicia cerca de 1 ano após o início do projeto, o acabamento final, cerca de 18 meses depois e a parte de acessórios de madeira, apenas após a entrega das chaves, o que leva quase 2 anos. Dessa forma, parte do boom imobiliário dos últimos dois anos ainda poderá sustentar, temporariamente, as vendas da empresa.

Lupatech (-60,98%)

A ação da Lupatech foi outra que experimentou forte desvalorização com a aversão ao risco dos investidores diante do agravamento da crise financeira mundial.

O movimento de suas ações acompanhou o desempenho negativo das ações da Petrobras, sua principal cliente. Assim, a queda da cotação do petróleo e as incertezas em relação ao novo plano de investimentos da Petrobras para os próximos anos também influenciaram negativamente as cotações de suas ações.

Ainda prejudicou a percepção dos investidores sobre os ativos da empresa, a ação judicial impetrada em julho de 2008 na 2ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro pelas americanas Weatherford Indústria e Comércio Ltda e Weus Holding Inc. contra suas controladas Petroima Equipamentos para Petróleo Ltda e Gosoil Serviços Ltda, que chegaram a ter suas atividades suspensas por alguns dias em virtude de ordem judicial. As empresas americanas acusam as controladas da Lupatech de plágio de desenhos técnicos e esquemáticos de equipamentos, arquivos e catálogos relacionados a ferramentas de completação de poços de petróleo. O processo continua em trâmite e em segredo de justiça.

A ação "LUPA3", que em 2 de maio atingiu a cotação máxima de R\$ 64,99/ação, em 16 de outubro atingiu a mínima de R\$ 13,38/ação.

Petrobras (-46,11%)

Por ser o ativo mais líquido da Bovespa, sendo normalmente a porta de entrada e saída dos investidores estrangeiros, os papéis da blue chip sofreram forte desvalorização com o agravamento da crise financeira mundial.

A crise trouxe ainda mais um efeito negativo para a companhia com a rápida queda do preço do barril de petróleo diante dos temores de redução da demanda pela commodity pelo enfraquecimento econômico global, notadamente nos EUA, maior consumidor mundial de petróleo. O barril tipo Brent que chegou a ser cotado a US\$ 146,08/barril em 3 de julho, em dezembro era cotado a US\$ 45,59/barril.

Também influenciou negativamente a percepção dos investidores sobre os papéis da Petrobras o atraso na divulgação pela empresa do plano de investimentos para o período 2009-2013, aguardado com grande expectativa pelo mercado que espera ter melhor idéia da estratégia da Companhia para a exploração e desenvolvimento da área do pré-sal.

Ainda pesou sobre o movimento dos papéis da Petrobras as especulações acerca do novo marco regulatório para o setor no País, sendo a criação de uma nova estatal para cuidar das áreas do pré-sal uma das alternativas mais comentadas por membros do Governo.

Braskem PNA (-59,79%) - Unipar PNB (-57,45%)

Apesar da demanda aquecida em 2008 no setor petroquímico, especialmente por resinas termoplásticas, destacando-se o consumo de PVC puxado pela construção civil, as margens operacionais das petroquímicas foram fortemente prejudicadas pelos picos e elevação de custos da nafta que seguiram as

cotações recordes do barril de petróleo. A indústria petroquímica conseguiu repassar apenas parcialmente os aumentos de custo de seu principal insumo para os preços finais.

A apreciação do real observada até meados de setembro afetou a competitividade da indústria petroquímica nacional em relação às importações, que aumentaram sua participação no mercado brasileiro. Também há que se destacar que neste ano ocorreram algumas paradas para manutenção nas unidades da Unipar/Quattor e da Braskem, com a redução da produção e vendas sendo absorvida pelos produtos importados.

O agravamento da crise financeira repercutiu no setor petroquímico, que tem experimentado o desaquecimento da demanda por parte de diversos setores no 4T08. A Quattor anunciou férias coletivas em nov/08 em duas das três unidades de polipropileno, enquanto a Braskem tem avaliado a possibilidade de reduzir a produção de eteno.

Neste contexto, os papéis das petroquímicas apresentaram forte desvalorização no ano.

Positivo ON (-83,46%)

No início do ano a questão tributária teve algum peso na desvalorização dos títulos da Companhia, resultado das alterações promovidas, em dezembro de 2007, pelo Estado de São Paulo nas alíquotas de ICMS para produtos de informática, com efeito prático a partir de março de 2008. Essas alterações extinguíram o crédito adicional de 5% aos varejistas paulistas que adquiriam PCs de fabricantes de outros estados. Em paralelo, o resultado do 1T08 apresentado pela Positivo foi considerado fraco, ficando aquém das expectativas do mercado, que eram bastante otimistas em razão do aquecimento das vendas de computadores.

Na segunda metade do ano a companhia foi impactada negativamente pelo agravamento da crise financeira internacional, especialmente em virtude da forte apreciação do dólar frente ao real. Aqui ressaltamos que grande parte dos insumos que compõem o seu produto final é importada e aproximadamente 90% de seus custos de produção são vinculados ao dólar. O volume de vendas guarda relação, em grande medida, com a disponibilidade de acesso ao crédito, sobretudo no varejo. Neste sentido, observamos os efeitos da crise sobre o preço final do produto vendido e sobre o volume de vendas da Companhia.

Nos meses finais de 2008, a Positivo foi alvo de boatos que envolviam a possível venda do seu controle para grupos estrangeiros interessados na oportunidade de expansão de seu market-share no Brasil. Em comum, esses grupos entreveem no Brasil elevado potencial de crescimento na venda de PCs, dado o ainda baixo grau de penetração. Em meio a esses boatos observamos sucessivas oscilações dos títulos da Positivo. Na semana de 8 a 12 de dezembro, os papéis da Companhia chegaram a se valorizar 100,64%.

O movimento de compra foi decorrente da expectativa dos investidores quanto a definição do preço da OPA, caso essa operação viesse a ser efetivada. Finalmente, na semana seguinte a Companhia comunicou ao mercado que a fabricante chinesa, Lenovo, manifestou-se oficialmente, fazendo proposta de R\$ 18,00 por ação. A proposta foi considerada desinteressante pela Positivo, dando fim as seguidas valorizações, com novas quedas sendo registradas.

B2W Varejo ON (-68,19%) - Lojas Americanas PN (-59,57%) - Lojas Renner ON (-54,75%)

A queda nas cotações destes títulos em 2008 refletiu as incertezas em relação ao cenário de menor liquidez sinalizado a partir de setembro/08 com a deflagração da crise financeira internacional, visto que o crédito mais escasso e caro tende a afetar negativamente as decisões individuais de consumo,

especialmente no que se refere aos bens duráveis (que inclui eletrodomésticos, imagem e som e informática, entre outros) e aos semi-duráveis (vestuário, papelaria, CDs, etc) dada a elevada correlação da demanda por estes bens com o crédito e a renda. Em paralelo, destacamos que os resultados no 3T08 das quatro varejistas ficaram abaixo das expectativas gerais. Destacamos ainda que notícias veiculadas nos meios de comunicação nos dias que sucederam o Natal deram conta de que as vendas do varejo ficaram abaixo do esperado, especialmente no que se refere ao varejo “virtual” e às lojas especializadas em bens duráveis.

Em relação à B2W, maior varejista especializada no comércio on line do País, o cenário de menor liquidez é bastante desfavorável, visto que os principais itens comercializados pela companhia são os aparelhos eletrônicos, computadores, aparelhos celulares e brinquedos, cujas demandas apresentam elevada correlação com o crédito para o consumo.

Quanto à Lojas Americanas, destacamos sua elevada alavancagem em capital de terceiros que aliado ao encarecimento do crédito para o financiamento do giro dos negócios deve continuar corroendo no curto prazo boa parcela de sua geração de caixa.

No que se refere à Guararapes, destacamos além dos aspectos comentados o fato de que a companhia já vinha apresentando fraca performance desde o 2º sem/07, ou seja, bem antes do início da sinalização da desaceleração econômica.

Telesp PN (+12,04%)

Acreditamos que a valorização das ações da Telesp no ano de 2008 guarda relação com o período turbulento pelo qual passa a economia mundial. Com o agravamento da crise financeira internacional, as bolsas de valores registraram fortes perdas em curto espaço de tempo. Diante deste cenário, foi grande a procura por empresas boas pagadoras de dividendos, como a Telesp. Outro ponto de destaque foi que, enquanto muitas empresas registravam elevadas perdas cambiais, ainda que contábeis, e com derivativos, a Telesp não comprometeu seu resultado anual por não ter elevada exposição a moedas estrangeiras.

Sadia S/A PN (-61,90%)

Após haver registrado desempenho positivo na primeira metade do ano de 2008, a precificação da ação PN de emissão da Sadia passou a refletir o Fato Relevante, publicado em 25/09/08, e seus desdobramentos. Através daquele comunicado a Companhia deu conhecimento ao mercado que havia realizado operações com derivativos cambiais muito acima das necessidades de proteção de suas atividades expostas à variação cambial. Considerando a abrupta reversão na variação da moeda norte-americana o Conselho de Administração da Sadia optou por liquidar antecipadamente determinadas operações, o que ocasionou perdas superiores a R\$ 500 milhões. Além do inédito prejuízo líquido registrado no 3T08, a má gestão dos recursos financeiros da companhia comprometeu seriamente sua estrutura patrimonial, ao “sangrar” seu caixa. Como reflexo, a companhia contratou novas linhas de financiamento junto às instituições financeiras, de tal modo que seu índice de endividamento oneroso líquido saltou de 0,68 em 30/06/08 para 1,67 em 30/09/08.

Telemar NL PNA (+9,85%) - Telemar PN (+7,59%) - Brasil Telecom PN (-18,58%) –

Brasil T. Par PN (-26,27%)

Os papéis dessas empresas oscilaram bastante durante o ano, em razão do anúncio pela Telemar NL, em 25/04/2008, da aquisição do controle acionário da Brasil Telecom Participações S.A. (por conseguinte, da controlada Brasil Telecom S.A.). A Telemar e a Brasil Telecom atuam em mercados distintos e

complementares e essa operação deverá conferir ganhos de convergência e sinergia. As duas empresas juntas assumem uma importante participação no mercado doméstico de telefonia, o que tende a torná-las ainda mais competitivas e bem posicionadas para fazer frente à concorrência no País, especialmente no segmento de telefonia móvel.

A princípio, parece que os acionistas da Telemar NL foram os mais favorecidos, pois a empresa não está envolvida diretamente com a operação (desembolsos, reorganização, etc.), mas participará, ainda que indiretamente, dos benefícios da união das duas companhias. Além disso, recebeu cerca de R\$3,2 bilhões em dividendos extraordinários da Telemar. Já para os detentores dos papéis BRTO4 e BRTP4, consideramos que as propostas de troca por ações da Telemar não foram vantajosas, o que explica a desvalorização desses papéis em Bolsa.

Para a concretização da aquisição havia, porém, um impedimento legal. O Plano Geral de Outorgas dos Serviços de Telecomunicações impedia um mesmo Grupo empresarial de deter duas concessões do Serviço Telefônico Fixo Comutado no País. Como o Governo Federal sempre se mostrou interessado na realização do negócio, se mobilizou para extinguir este impedimento com a aprovação de um novo PGO. Feito isto, em 19/12/2008 a Anatel aprovou a anuência prévia da operação entre as empresas, porém impôs contrapartidas a serem cumpridas pela “Supertele”. Vale ressaltar, que entre as condições exigidas não há nenhum ponto que evite a nova empresa de ser vendida para um grupo estrangeiro.

Neste contexto, alertamos que a aquisição ainda depende da aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que fará a avaliação do ponto de vista concorrencial.

Embraer ON (-54,18%) - Tam S/A PN (-55,57%) - Gol PN (-76,85%)

O ano de 2008 foi um dos piores da história da aviação mundial. Começou com a alta especulação em torno do barril de petróleo, que chegou a ser cotado a US\$145 por barril. Neste nível de preços, as companhias aéreas registraram elevação dos custos com combustíveis, que no caso da Gol e da Tam, chegaram a representar quase 50% das suas estruturas de custos. Esta alta provocou prejuízos trimestrais, consolidações e até a falência de algumas companhias internacionais.



Destaques enviados pelos orientadores do INI – Janeiro 2009

Aproveitaremos o Espaço da Comunidade deste mês para publicar uma menção de apoio ao trabalho do Sr. Anaor Carneiro, Membro Orientador do INI para a região de Cuiabá-MT, e também para reproduzir um artigo preparado pelo Sr. Mauro Calil, da região de São Paulo, intitulado: “*Matriz Produto x Mercado, aprendendo a identificar estratégias de crescimento*”. Ao final, publicamos a lista com os vencedores do terceiro prêmio imprensa de educação do investidor.

Clube de Investimentos ISAIS 5511

Após participar do programa TOP I, da CVM, o Sr. Anaor tornou-se membro orientador do INI e montou 3 clubes de investimento na região de Cuiabá – MT, com administração da corretora Spinelli e seguindo rigorosamente a metodologia INI.

Após alguns anos, os clubes contam com 70 membros participantes, realizando aportes regulares conforme indicado pelos princípios do INI. Durante toda a atual crise financeira não houve qualquer pedido de resgate e nem redução nos aportes.

Parabéns ao povo de Cuiabá e ao nosso orientador pelo trabalho!

Matriz Produto x Mercado, aprendendo a identificar estratégias de crescimento

Por Mauro Calil, baseado na Matriz de Ansoff -1957

O princípio número 3 da metodologia do Instituto Nacional de Investidores (INI) nos ensina a investir em empresas que tenham suas vendas e lucros crescentes. Nos informativos INI de outubro/06, dezembro/07 e abril/08 este princípio foi amplamente estudado e exemplificado. Ficou demonstrada a forte correlação entre o crescimento dos lucros e o crescimento das cotações (ou preços de mercado), enquanto que para empresas com inconsistência no histórico de lucros, essa correlação era fraquíssima ou negativa.

A cada trimestre temos o relatório contábil que nos mostra se a empresa cresceu ou não em lucros e receitas, porém, antes mesmo do fechamento contábil trimestral ser divulgado, podemos acompanhar de forma mais qualitativa as estratégias da empresa de modo a verificar se esta está no caminho de crescer ou não.

Uma ferramenta muito utilizada nos cursos de marketing nos ajuda a montar um modelo que identifique empresas com foco no crescimento. Essa ferramenta é a **Matriz Produto x Mercado** ou **Matriz de Ansoff**, descrita por Igor Ansoff (Harvard Business Review, set/out. 1957.), também chamada de **Matriz de Expansão Produto X Mercado**, que apesar de sua antiga publicação permanece muito atual. Veremos logo a seguir.

Parte-se do princípio que toda empresa tem produtos e mercados atuais, bem como a possibilidade de desenvolver produtos e mercado novos.

	Mercados Atuais	Mercados Novos
Produtos Novos	2-Estratégia de Desenvolvimento de Produto	4-Estratégia de diversificação
Produtos Atuais	1-Estratégia de Penetração de Mercado	3-Estratégia de desenvolvimento de mercados

Todas as empresas, no mínimo, devem estar no quadrante 1, ou seja, têm produtos e mercados atuais e desejam vender cada mais aos seus clientes dentro desses mercados, em detrimento dos concorrentes. Isso é o trabalho mínimo natural, porém se a empresa pratica somente este caminho, o da penetração de mercado, o investidor terá de esperar o balanço trimestral para verificar se houve ou não crescimento, para só então verificar se as estratégias de ganhar mercado da concorrência funcionaram ou não.

Ao assumir uma postura mais agressiva, atuando com estratégias encontradas nos quadrantes 2 ou 3, via de regra, a empresa usa suas sinergias para aumentar seu faturamento. Como caso prático de estratégia de desenvolvimento de produtos e mercados, vimos muitas empresas brasileiras despontarem nos últimos anos, tais como Sadia, Gerdau, WEG, entre outras. No caso da Sadia vimos novos produtos serem desenvolvidos para o mercado interno e sua exportação do tradicional frango crescer bastante. A Gerdau, através de aquisições, tornou-se a líder das Américas em aços longos, um nicho que já dominava em território nacional, e a WEG, como se orgulham de dizer, é uma empresa de engenheiros que customiza produtos ligados a energia elétrica.

No quadrante 4, temos como estratégia a diversificação. Como exemplo, vimos a VALE, através de aquisições, ampliar sua receita embarcando no mercado internacional de níquel e carvão, até então não explorados pela empresa.

Naturalmente não se quer dizer que somente estes movimentos fizeram estas empresas crescerem, mas sim que, ao se movimentarem em qualquer dos sentidos ou a todos ao mesmo tempo, organicamente e/ou via aquisições, pode-se esperar que o faturamento e os lucros da empresa cresçam. Assim o investidor pode, com certo grau de segurança, criar expectativas sobre o crescimento que virá.

Junto com a movimentação estratégica é importante a presença de uma administração competente e que use boas práticas de governança corporativa, informando, ao mesmo tempo, todos os investidores sobre seus movimentos estratégicos.

E o que ocorre quando uma empresa cresce por vender mais do mesmo produto em outros mercados? Por que isso é bom?

A resposta é simples e óbvia, se nos tornamos sócios de uma empresa para termos dividendos, ao vender e lucrar mais é de se esperar que seus dividendos aumentem e recebamos mais pela mesma quantidade de ações. Outro ponto é que ao ter mais lucro a relação P/L cai e será ajustada no Preço do ativo, ou seja, um aumento no numerador da equação que nada mais é que a valorização do papel.

O objetivo do artigo é oferecer um modelo de avaliação que permita ao investidor identificar, previamente, se a empresa está ou não focada no crescimento e, dessa forma, aplicar com mais propriedade o que diz o terceiro princípio da metodologia INI.

Comitê Consultivo de Educação anuncia os vencedores do 3º Prêmio Imprensa de Educação ao Investidor

O Comitê Consultivo de Educação - formado por ABRASCA, ANBID, APIMEC, ANDIMA, BM&FBOVESPA, CVM, IBRI e INI, organizador do 3º PRÊMIO IMPRENSA DE EDUCAÇÃO AO INVESTIDOR, anuncia os vencedores da edição 2008 nas duas categorias.

- **Jornal** – Felipe de Menezes Frisch, do Jornal O Globo (RJ), pela matéria “Mais promessas de ganho fácil batem à porta”, publicada no dia 19 de novembro de 2007.
- **Revista** – Luciana Monteiro, da Revista ValorInveste, pela matéria “Unidos pelo bolso”, publicada em agosto de 2008.

Os premiados receberão, além de diploma alusivo, prêmios em dinheiro, no valor individual de R\$ 5.000,00 (cinco mil reais).

O PRÊMIO IMPRENSA DE EDUCAÇÃO AO INVESTIDOR foi criado com o objetivo de colaborar com a educação financeira ao estimular a imprensa a veicular matérias e reportagens que, de modo didático, esclareçam as oportunidades e os riscos dos diversos investimentos disponíveis para pessoas físicas, auxiliando a formar investidores mais conscientes dos riscos e oportunidades presentes no mercado de capitais.

Mais informações sobre o Comitê Consultivo de Educação no site www.comitedeeducacao.cvm.gov.br

Disclaimer

O Instituto Nacional de Investidores não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas idéias aqui expressadas, nem pela exatidão e/ou veracidade dos dados aqui colocados, sendo todas estas opiniões e/ou informações de responsabilidade única e exclusiva de seus autores.