

# Finanças

**Investimentos** De saída do comando após quatro anos, executiva conquistou nova regra para qualificar aplicador

## Regulação de fundos marca gestão de Denise Pavarina na Anbima

Luciana Seabra e Alessandra Bellotto De São Paulo

Depois de quatro anos no comando da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Denise Pavarina, diretora do Bradesco, se prepara para deixar a entidade. Robert Van Dijk, responsável pelas áreas de gestão de fortunas e fundos de investimento do Banco Votorantim, concorre na sexta-feira, dia 29, ao cargo de presidente em chapa única.

A gestão de Denise teve avanços principalmente no segmento de fundos, na negociação com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para mudanças na regulamentação. A nova regra para qualificação do investidor, que derrubou a aplicação mínima de R\$ 1 milhão para produtos mais sofisticados, como os que investem 100% dos recursos fora, e passou a exigir tal valor como patrimônio total investido, estão para Denise entre as principais conquistas da Anbima sob seu comando.

A associação já não teve tanta sorte nas conversas com o governo federal. Nos últimos anos, os

títulos com isenção de imposto de renda para pessoa física, como as letras de crédito imobiliário (LCI) e do agronegócio (LCA), cresceram sobremaneira nos portfólios do investidor, causando reclamações entre gestores de fundos, alocadores de patrimônio e grandes bancos privados, que viram nesses papéis uma concorrência predatória. Denise comprou a briga, repetindo o discurso de que os papéis sem imposto reuniam a "trindade impossível": baixo risco, alto retorno e liquidez.

"Não gostaríamos que a trindade impossível fosse possível, porque ela destrói a cultura de investimento e preserva a cultura rentista de curto prazo, que é tudo que a Anbima tenta tratar para que tenhamos um mercado sustentável. A briga vai continuar", disse Denise ao Valor, na última entrevista à frente da associação.

A demanda da Anbima é por uma redução gradual da isenção nesses títulos. A associação também chegou a propor que fundos recheados de papéis que não pagam imposto de renda também fossem isentos. "Ainda que não tenha conseguido resultado final, acho que avançamos muito

com técnicos da Fazenda, do Planejamento e da Receita. Está muito bem encaminhado", diz.

Para Denise, a pauta não andou pela paralisia política, que é também a culpada por um mercado de capitais estacionado. "Isso é muito crítico: como você espera que alguém vá tomar uma medida ou outra se não tem visibilidade?", questiona a executiva, que dirige no Bradesco as áreas de gestão de recursos, private banking e private equity.

Denise diz que até há demanda hoje para emissões, desde que elas sejam de empresas de qualidade e saiam ao preço correto. O problema, considera, é que as companhias muitas vezes não querem cancelar o alto risco do momento. "Isso acontece sempre quando o mercado está desajustado. As empresas preferem não fazer emissões públicas e assim evitar registrar que aquele é o preço que o mercado aceita", diz.

Nesse segmento, Denise aponta como o maior avanço de sua gestão a padronização das debêntures, com a definição de parâmetros para a ordem e a redação das cláusulas, assim como para o cálculo nas escrituras dos papéis. A adesão é voluntária e o



Denise Pavarina deixa comando da Anbima no dia 29 depois de quatro anos

objetivo é facilitar a negociação no mercado secundário, ainda que a presidente da Anbima saiba que isso está longe de ser suficiente para fomentá-lo. "O mercado secundário virá de fato com taxas de juros baixas, eu não tenho dúvida disso", diz.

Na área de educação financeira, considerada por Denise fundamental para o desenvolvimento do mercado, um grande passo foi a criação do programa "Como Investir em Você", em 2014, que oferece cursos a distância gratuitos para estudantes universitários. O programa, que começou a ser testado no Complexo Educacional FMU|FIAM-

FAAM, hoje conta com a parceria de outras quatro universidades: Cruzeiro do Sul Educacional, ESPM, Instituto Mauá de Tecnologia e PUC Campinas.

Com o objetivo de discutir de forma interativa a relação das pessoas com o dinheiro, estimulando a cultura do investimento desde a juventude, o programa já atendeu 6.734 alunos. "A educação financeira talvez seja um dos maiores ganhos-ganha", afirma Denise. Quanto mais conhecimento as pessoas têm, mais abertas elas estarão às diversas modalidades de investimento, o que amplia as fontes de financiamento para as empresas, acrescenta.

## USJ altera condições de oferta de troca de bônus

Daniela Meibak De São Paulo

Após semanas de negociação com os seus credores, a USJ Açúcar e Alcool alterou as condições da sua oferta de troca dos bônus com vencimento em 2019. As principais mudanças da nova proposta são a redução do desconto na oferta de troca ("haircut", no termo em inglês), aumento das garantias e extensão do prazo das novas notas.

A oferta anterior incluía como garantia a hipoteca da usina da empresa em Araras (SP), mas o formato jurídico não agradava os detentores dos bônus, de acordo com uma fonte que preferiu não ser identificada. A nova proposta coloca a usina em garantia como alienação fiduciária, inclui terras ao redor da unidade e a cana-de-açúcar plantada no local.

A empresa reduziu também na nova proposta o "haircut" na troca dos ativos, que passou de 35% a 40% na oferta anterior para 25% a 30% na atual. Por fim, o vencimento dos novos bônus muda de 2019 para 2021. Esses títulos fazem parte de uma emissão realizada em 2012, na qual a companhia captou US\$ 275 milhões.

Conforme explica uma pessoa próxima à reestruturação, a empresa busca atingir a adesão de 90% dos detentores dos bônus. Caso não consiga alcançar esse percentual, mas tenha o aval de mais de 60% dos detentores dos títulos, a companhia passa para a recuperação extrajudicial.

"A legislação da recuperação extrajudicial prevê que se a empresa atingir a aprovação de 60% ou mais de uma classe de credores [nesse caso, os "holders"], consegue aprovar o plano e arrastar os credores dissidentes", diz essa fonte. "É um incentivo para aumentar a adesão na oferta de troca e evitar o processo extrajudicial, que é desgastante e leva tempo."

Com a adesão de 90% dos investidores, a troca dos bônus é feita com "haircut" de 25%. Caso a adesão não atinja esse percentual, a empresa entra em recuperação extrajudicial, com apresentação do plano até 31 de outubro e, posteriormente, aprovação do juiz. Após esse processo será feita a troca dos bônus com desconto de 30%.

A nova oferta irá expirar em 6 de maio. Está previsto pagamento de juros da emissão de bônus no dia 9 de maio, o que deixa a companhia com prazo mais apertado para resolver a situação.

## Nubank obtém R\$ 200 milhões com Goldman Sachs

Vinícius Pinheiro De São Paulo

A emissora de cartões de crédito Nubank fechou uma captação de R\$ 200 milhões em duas linhas de crédito com o Goldman Sachs. Os recursos serão usados para financiar os recebíveis de clientes da startup em operações realizadas no Brasil e no exterior.

O empréstimo local, de R\$ 100 milhões, foi estruturado por meio de um fundo de recebíveis (também conhecido pela sigla FIDC) que tem o Goldman Sachs como investidor. O fundo comprará créditos de clientes que entrarem nas linhas de rotativo do cartão do Nubank.

A empresa chegou a consultar

investidores locais em busca do funding, mas as condições inviabilizaram a operação, segundo David Vélez, presidente e fundador do Nubank. "Havia uma exigência de pelo menos três anos de histórico de crédito, mas nós somos uma startup", diz ao destacar que o investidor estrangeiro se mostrou mais sofisticado na hora de entender e precificar o risco de crédito da companhia.

O custo da linha, que tem prazo inicial de dois anos, não foi revelado, mas a expectativa do Nubank é manter o fundo de recebíveis de operações no rotativo como uma fonte constante de recursos para a empresa. "Trata-se de um produto muito rentável e pouco acessível aos investidores, já que os grandes ban-

cos mantêm esses recebíveis nos balanços", afirma Vélez.

Os recursos obtidos fora do país com o Goldman somam US\$ 25 milhões (R\$ 88,3 milhões, no câmbio de ontem) serão usados para financiar as compras realizadas no exterior, segundo o executivo do Nubank. Ele diz que a linha em dólares evitará um descasamento de capital de giro, já que essas operações são liquidadas no dia seguinte pela administradora, enquanto o consumidor dono do cartão no Brasil tem até 40 dias para pagar a sua fatura.

A operação é a primeira captação de dívida do Nubank, considerado o maior fenômeno no país entre as chamadas fintechs, empresas de tecnologia

voltadas a serviços financeiros. Desde a criação, em 2013, a empresa acumula mais de R\$ 1,4 bilhão em transações realizadas com os cartões, de bandeira Mastercard, segundo Vélez.

O Nubank já levantou US\$ 100 milhões em capital de fundos americanos como Sequoia Capital e Tiger Global. O executivo não revela o número de clientes, mas diz que a base cresce a uma taxa de 20% a 30% ao mês, e a expansão só não é maior em razão do risco de crédito e do atual momento da economia. "Cerca de 80% dos nossos clientes têm menos de 35 anos, uma faixa que possui um risco um pouco maior de inadimplência", afirma.

O empréstimo à startup financeira foi coordenado pela área de

crédito estruturado a empresas do Goldman Sachs, chamado de "Special Situations Group". Empresas iniciantes como o Nubank, que possuem carência de recursos nas linhas tradicionais de financiamento, tipicamente se enquadram dentro desse perfil, segundo Gaurav Seth, sócio do Goldman.

Com uma série de empresas em "situação especial" no país em meio à retração da economia e ao momento de restrição de crédito, o banco tem avaliado ativamente novas operações com características semelhantes, segundo o executivo. "Temos recebido ligações de clientes que perderam acesso às linhas a que costumavam recorrer, e para nós essa é uma oportunidade de oferecer uma solução alternativa", afirma Seth.

## O gestor de recursos brasileiro é mesmo eficiente?

### Palavra do Estrategista

André Rocha



Warren Buffett, o mítico investidor americano, já recomendou aos investidores aplicarem em produtos com gestão passiva, ou seja, aqueles cujas carteiras apenas repliquem índices de mercado. Exemplo típico desses produtos são os ETFs (Exchanged Traded Funds). Esses fundos possuem composição idêntica à dos índices de mercado. Por exemplo, o PIBB11 espelha o IBrX-50, e o BOVA11 segue o Ibovespa. No caso do primeiro, por intermédio de

um único ativo se adquire automaticamente 50 ações. Mas a recomendação de Buffett vale para o mercado brasileiro?

Segundo reportagens publicadas pelo Valor nos últimos tempos, a resposta seria não. Em outubro do ano passado, a matéria "Gestão ativa bate ganhos do Ibovespa no longo prazo" contradiz a afirmação de Buffett para o mercado brasileiro. A Tag Investimentos, após fazer a análise de 95 fundos de ações de gestão ativa, verificou que 86% deles ganharam do Ibovespa em um horizonte de 36 meses. Em um período mais curto, de 24 meses, a rentabilidade de 69% deles ficou acima do Ibovespa.

Contudo, essa não foi a única matéria que indicou a eficiência do gestor local. Em 6 de abril último, outra reportagem chega a mesma conclusão: "Gestores de ações são mais eficientes no Brasil". Estudo da S&P analisou 800 fundos de ações latinos; 57% dos brasileiros bateram o S&P Brazil BMI em 2015, índice que reflete uma carteira de ações brasileiras. Em três

anos, os fundos vitoriosos representaram 38% do total e, em cinco anos, 43%.

Em países vizinhos, os gestores são bem menos eficientes. No México, apenas 18% dos fundos bateram o S&P em cinco anos, e no Chile nenhum gestor superou o S&P Índices Versus Active (SPIVA) América Latina. Os gestores brasileiros também fazem bonito frente aos americanos. Em 2015, apenas 25% desses fundos superaram o S&P Composite 1500. Em três anos, os vitoriosos caíram a 19% do total e em cinco anos, a 12%.

Os gestores pátrios possuem melhor performance também do que franceses, dinamarqueses, holandeses, poloneses, espanhóis, suecos e suíços em cinco anos. Apenas italianos e ingleses superam os brasileiros no mesmo período de tempo.

Com base nesses resultados, cabe a pergunta: por que o gestor brasileiro possui desempenho tão destacado?

A lógica de Buffett é a de que os mercados são eficientes, especialmente no longo prazo. Em outras palavras, o preço de

mercado de uma empresa tende a alcançar o seu valor justo em prazos mais longos. Logo, a ausência de distorções entre o preço de mercado e o preço justo, especialmente em prazos mais dilatados, impede que um gestor se destaque.

Logo uma possível explicação para o bom desempenho dos gestores locais seria a de que o mercado acionário brasileiro não é eficiente, proporcionando distorções de preços e oportunidades de ganhos aos gestores.

A tese de que o mercado local não é eficiente foi adotada pela Aneel para cálculo do custo de capital na revisão periódica das tarifas das distribuidoras de energia.

Segundo a agência, o mercado acionário não seria um bom parâmetro devido, entre outros motivos, à concentração em poucas atividades dos principais índices de referência do mercado acionário brasileiro, dentre esses o Ibovespa.

A nota técnica da Aneel destacou que da carteira teórica de final de abril de 2014 do

Ibovespa, do IBrX 50, do IBrX 100 e do IBrA, o peso de cinco papéis — Petrobras, Itaú, Itaúsa, Vale e Bradesco —, representava 41,6%, 46,8%, 40,9% e 38,4%, respectivamente.

É na concentração dos índices acionários em poucos papéis que reside, a meu ver, o desempenho extraordinário dos gestores brasileiros.

Por exemplo, nos últimos anos, a Petrobras se viu envolvida em escândalos e má gestão que impactaram negativamente os seus resultados. Era quase consenso que ter uma posição de Petrobras inferior à do papel no índice geraria uma rentabilidade extra.

Os mais corajosos chegaram a zerar a sua participação nas ações da companhia.

Além disso, nos últimos anos, a economia chinesa vem desacelerando. Com isso, os preços de várias commodities caíram, o que afetou a cotação de Vale. Embora uma aposta menos óbvia do que a de Petrobras, não possuir ações da Vale também passou a ser uma forma de obter

ganhos sobre o Ibovespa.

Uma terceira alternativa foi se manter afastado de ações de empresas estatais. O governo Dilma mostrou-se extremamente intervencionista, o que prejudicou não só os papéis de Petrobras, mas também as ações de Eletrobras.

De tempos em tempos, essa concentração gera oportunidades claras para os gestores. No passado, foi Embratel, recentemente, Petrobras. E assim, os gestores locais vão reforçando seu prestígio. Esse bom desempenho se deve à qualidade dos gestores ou à má composição dos índices?

André Rocha é analista certificado pela Apimec e atua há 20 anos como especialista na avaliação de companhias listadas na bolsa.

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 [www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista](http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista))