

20/10/2014 - 05:00

## Menos risco, mais retorno

Por **Alessandra Bellotto**

Investir em empresas que pagam bons dividendos sempre foi uma estratégia apregoada como defensiva no mercado de ações. E não é difícil entender por quê. Como escreveu a XP Gestão em carta a investidores ao lançar seu fundo de dividendos listado em bolsa, em junho, intuitivamente, sabe-se que se uma companhia está direcionando a seus acionistas parte relevante de sua geração de caixa, via dividendos, isso pode indicar que ela está em boa saúde financeira ou em fase de maturação avançada, o que a torna uma aposta menos arriscada. O que não se intui é que essas companhias também oferecem retornos maiores no médio e longo prazo se comparados com as estratégias tradicionais em bolsa.

Um levantamento da gestora Vinci Partners feito com exclusividade para o **Valor** com dados desde 2006 mostra que o Índice de Dividendos (Idiv) da BM&FBovespa supera o retorno de outros indicadores amplos da bolsa como o Ibovespa e IBrX em diversas janelas de tempo. No período de 2006 até setembro de 2014, aponta o estudo, o Idiv acumulou ganho anual médio de 15%, acima dos 9% dos IBrX e dos 6% do Ibovespa. O Idiv bate até o Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), principal referencial da renda fixa. Quando se considera o retorno acumulado, a vantagem do Idiv é ainda mais relevante: valorização de 241,5% ante 61,8% do Ibovespa e 108,2% do IBrX. Já o CDI variou 154,4% no período. (veja os gráficos abaixo).



Ao levar em conta 2007 como base, o retorno anual médio do Idiv fica em 12%, ante 6% do IBrX e 3% do Ibovespa. Quando se considera como referência o ano 2008, marco da crise financeira, a diferença é ainda maior: ganho médio anual de 9% do Idiv, ante 1% do IBrX e prejuízo de 2% do Ibovespa.

Nos quase nove anos considerados no estudo, o Idiv perde do IBrX no intervalo de 2013 a setembro de 2014, ao registrar perda média anual de 2%, ante alta de 1% do índice amplo, mas supera o Ibovespa, com prejuízo médio anual de 7%. Neste ano, o indicador de dividendos, que registra estabilidade, perde tanto do IBrX quanto do Ibovespa, com altas de 6% e 7%, respectivamente.

Conforme explica Gustavo Kataguirí, gestor da estratégia de dividendos da Vinci, o ano de 2014 está contaminado pela corrida presidencial. O desempenho do Idiv está aquém dos indicadores amplos, afirma, por ser menos concentrado em ações sensíveis ao cenário eleitoral, como Petrobras e bancos - que vêm puxando os ganhos recentes do Ibovespa e IBrX -, e ter exposição relevante em Vale, que acumula queda de cerca de 24%.

Para evitar justamente tais distorções, explica Kataguirí, o estudo levou em conta várias janelas temporais. "Quanto maior o horizonte, mais ciclos são considerados", destaca, referindo-se ao boom de mercado até meados de 2008, depois o estouro da crise financeira, a recuperação e a turbulência no setor elétrico em 2012.

O mesmo exercício foi feito para o risco, já que a escolha dos ativos, defende o gestor, não deve ser baseada apenas no retorno potencial. Para isso, a Vinci calculou o Índice de Sharpe da estratégia de dividendos, que leva em conta a rentabilidade obtida além do CDI, ponderada pela volatilidade. O resultado mostra que o Idiv tem o melhor

indicador - quanto maior, melhor - em todos os intervalos de tempo, desde 2006, o que leva à seguinte conclusão: o fato de a estratégia apresentar retornos melhores no médio e longo prazo não significou risco maior, como se tende a achar.

Segundo Kataguirí, empresas que pagam dividendos geram caixa, assim já passaram do ciclo de investimentos, o que significa um risco a menos. Além disso, para pagar dividendos, têm de gerar lucro e, para tanto, ter capacidade de repasse da inflação no tempo, seja via contratos, como no setor elétrico, ou pelo elevado poder de barganha, associado à solidez da marca, por exemplo. "Isso tudo no tempo ajuda a dar um retorno interessante com baixo nível de risco", afirma. "Essa é uma estratégia que todo investidor deveria ter."

A fim de demonstrar que a estratégia de dividendos merece atenção especial, a XP também realizou um estudo em 2012 com as ações do IBrX-100 com mais de cinco anos de negociação (87 no total) e chegou à conclusão de que o grupo composto pelas empresas que mais pagaram dividendos - entre 60% e 70% do lucro - oscilou menos (com cerca de 35% de volatilidade anualizada) e entregou maiores retornos, acima de 19% anualizados. "Para a pessoa física, é mais fácil entender que a companhia que paga mais dividendos tem risco menor, mas que ela também tem um retorno melhor é contraintuitivo", destaca Patrick O'Grady, diretor da XP Gestão. Segundo ele, o investidor não tem visão de longo prazo nem paciência.

Vale destacar que o Idiv é apenas um indicador de referência no mercado. Os fundos de dividendos, que adotam uma gestão ativa, tendem a entregar retornos ainda melhores. Para se ter ideia, no ano até setembro, o retorno médio dessas carteiras, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades de Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima), ficou em 3,48%, acima do índice. O fundo da Vinci, por exemplo, batizado de Vinci Gas, acumula ganho de 12% (tendo como base a cota gerencial, que considera o reinvestimento dos dividendos distribuídos) no mesmo período.

Rodrigo Furtado, gestor dos fundos de dividendos da XP, destaca ainda que, apesar de o Idiv superar os demais indicadores de bolsa, a construção da carteira tem deficiências, uma vez que considera as empresas que mais pagaram dividendos nos últimos 24 meses. "Não há juízo de valor, não se olha para frente", diz. Além disso, ele lembra que muitas vezes entram no índice empresas que não pagaram dividendos tão relevantes em termos de valores, mas apresentavam um "dividend yield" (relação percentual entre dividendos pagos e o valor de mercado) atraente, graças ao preço bastante descontado. "Os índices olham para o retrovisor e os gestores, para frente", destaca, referindo-se ao melhor desempenho da gestão ativa.

A escolha dos ativos pelos gestores de dividendos, explica Furtado, da XP, leva em consideração as companhias que distribuem parcela relevante do lucro numa janela de 12, 24, 36 meses à frente, além de seu potencial de valorização. "O erro da pessoa física é olhar apenas o dividend yield e esquecer o componente total", diz o gestor. Ele destaca o caso da Oi, cuja perspectiva de retorno com dividendos em dezembro de 2013 era de 10% a 15%, mas acumula no ano queda na bolsa superior a 65%.

Hoje, diante do cenário atual conturbado, conta O'Grady, o grande tema da carteira de dividendos da XP são empresas que crescem independentemente do quadro econômico, que em geral têm muito espaço para avançar no seu nicho de negócio e baixa necessidade de reinvestimento. Entre elas, destaque para o setor financeiro, com Cetip, BM&FBovespa, Cielo e BB Seguridade, além de Odontoprev.

A Vinci, conta Kataguirí, busca trabalhar com uma boa margem de segurança para ficar confortável com o risco. Ele cita o exemplo da Geração Parapanema, formada por um conjunto de hidrelétricas, que representa 10% da carteira da gestora. "O dividend yield projetado para o ano é de 13%. Mas a empresa já anunciou dividendos equivalentes a 13%, sem considerar o lucro do segundo semestre, o que dá uma folga na projeção", afirma.

Outra posição ainda mais relevante da carteira da Vinci, com 15%, é Cetip. Segundo Kataguirí, o investimento foi feito em meados do ano passado, de olho no médio e longo prazo e por considerar a ação descontada. "A empresa tem baixo endividamento, gera caixa, cresce atrelada ao mercado de crédito", destaca. O dividend yield projetado

para este ano é de 6,5% e, para a 2015, de 7,5%, o que embute um crescimento potencial de lucro de 15% - é como uma NTN-B que paga 6,5% mais inflação, compara o gestor. "Quando olhamos as companhias que compõem nossa carteira, enxergamos potencial de crescimento independentemente do PIB", conclui Kataguirí.

Para Bruno Horovitz, responsável pela área de distribuição da Icatu Vanguarda, que conta com fundo de dividendos desde 2006, faz todo sentido, dentro da alocação em bolsa, ter uma estratégia de dividendos. Um dos motivos, segundo ele, é a menor volatilidade. "Em período ruim, o investimento em dividendos perde menos que os índices de bolsa tradicionais e, para recuperar o nível anterior à queda, precisa subir menos", explica. Essa característica para o atual cenário de indefinição, em que poucos têm clareza sobre o próximo governo, continua, faz da estratégia de dividendos a melhor em bolsa hoje.

Outra vantagem, na visão de Horovitz, é a proteção contra inflação que a estratégia pode oferecer, especialmente nos últimos quatro, cinco anos de preços pressionados. "No nosso fundo buscamos empresas que conseguem repassar os preços seja diretamente, como concessionárias e empresas de telecom, ou indiretamente, como uma Ambev ", afirma. Em geral, são companhias maduras, que já fizeram investimentos e têm uma geração de caixa elevada e constante.