

O melhor dia para investir na bolsa

SEX, 05 DE JULHO DE 2013 08:06



Todo os dias, nos minutos finais do pregão na BM&FBovespa, acontece um leilão para definir o preço final de cada ação da bolsa. No último pregão de cada semestre, acontece algo interessante. Uma quantidade impressionante de ordens são colocadas pelos investidores e os preços costumam subir. As distorções que surgem nesse momento podem ser um sinal de desalinhamento entre gestores e clientes.

A maioria dos gestores de patrimônio recebe uma remuneração variável semestral baseada no desempenho dos investimentos que fez para seus clientes, a chamada “taxa de performance”, que é calculada com base na posição de fechamento do semestre. O último dia do semestre é o dia em que a conta é finalizada e o valor do pagamento semestral é determinado. Se ocorre uma grande valorização nesse dia, a remuneração dos gestores aumenta significativamente, mesmo que os preços não se sustentem e ocorra uma queda durante as semanas seguintes.

Existe uma teoria de que os grandes gestores são capazes de gerar distorções no leilão de fechamento do semestre, para melhorar os rendimentos no último dia e, assim, aumentar o pagamento da taxa de performance daquele semestre.

No dia 28 de junho, último dia útil do primeiro semestre de 2013, gravamos o leilão de fechamento para tentar verificar essa teoria. Durante alguns momentos, a quantidade de ofertas de compra é tão maior que a quantidade de ofertas de venda que, se encerrassem subitamente o pregão, as empresas teriam uma valorização astronômica. No final, os preços se ajustam em um patamar mais próximo do normal, mas a valorização é maior que num dia comum.

Veja, por exemplo, o comportamento da BM&FBovespa (BVMF3). Quando o leilão foi aberto, sua cotação era R\$ 12,15, e estava em baixa de 1,38% no dia. Em determinado momento, havia ofertas de compra da BVMF3 por até R\$ 21,56. Teria sido uma valorização de aproximadamente 77,4% em um dia! Ao final do pregão, o preço ficou em R\$ 12,36, resultando em uma alta de 0,32%.

Esse não foi o melhor leilão para usar de exemplo, pois não houve extremos absurdos. Mesmo assim, a alta nos preços foi a regra. Quase todos os papéis subiram nos últimos minutos do pregão, fazendo com que o Índice Bovespa recuperasse cerca de 0,5%.

Não satisfeitos com a observação do pregão de fechamento do primeiro semestre de 2013, pensamos em mais uma forma de testar a hipótese. Se a teoria estivesse correta, a rentabilidade do último pregão de cada semestre deveria ser significativamente superior à rentabilidade diária média do respectivo semestre. Assim, levantamos a rentabilidade diária média do Ibovespa durante cada semestre, desde 1996, e confrontamos com a rentabilidade diária do Ibovespa no último dia de cada semestre.

Os resultados não surpreenderam. Em 75% dos semestres, último dia apresenta rentabilidade superior à média do período. E a diferença não é pequena: a rentabilidade do último dia foi cerca de sete vezes superior à rentabilidade diária média do Ibovespa.

O índice Small Cap, que reflete o comportamento de empresas menores, começou a ser calculado pela BM&FBovespa em 2005. Devido ao menor volume de recursos, seria mais fácil manipular o preço destas ações, criando altas artificiais com menos dinheiro.

Repetimos o mesmo levantamento, agora com o Índice Small Cap. Se a teoria estivesse correta, as distorções seriam maiores nesse índice. E foi exatamente o que descobrimos. Nesse caso, os resultados foram muito piores. O último dia teve uma rentabilidade quase 12 vezes superior à rentabilidade de um dia normal e foi maior em 80% dos semestres.

Sabemos que existe um incentivo financeiro para que gestores melhorem a rentabilidade no último dia do semestre, fazendo um esforço extra para adquirir posições (ou evitar vendê-las) a preços cada vez mais altos. Também

verificamos que os preços realmente sobem acima da média no último dia de cada semestre.

Mesmo com esses indícios, é muito difícil saber se existe uma relação de causa e consequência entre esses dois fatos. Não existe um acordo entre os participantes. Como o mercado é livre, alguns participantes poderiam aproveitar essa alta artificial para vender posições com um ganho mais atrativo e essas ofertas de venda contribuiriam para devolver os preços ao patamar normal. Mas na prática isso não acontece. A alta pode ser efeito de um “acordo silencioso” entre gestores, que seguram ou compram papéis mesmo quando o preço seria favorável à venda; ou pode ser simplesmente coincidência. Difícil ter certeza.

Daniel Resende e Felipe Sotto-Maior, empresários e diretores do site www.comparacaodefundos.com