

DICA DE INVESTIMENTO:**CHRISTIAN BOJLESEN**

BOJLESEN CAPITAL, SÃO PAULO

Após a queda violenta sofrida pelo Ibovespa em 2008 (o nível do índice é hoje cerca de 60% de seu pico histórico, em maio do ano passado), as oportunidades para investidores certamente são mais numerosas.

Christian Suppo Bojlesen, gestor da Bojlesen Capital, em São Paulo, compartilhou conosco, no mês passado, uma de suas melhores sugestões de investimento, o Paraná Banco (PRBC4), e explicou porque considera essa uma excelente alternativa para investidores com horizonte de longo prazo. Leia a seguir sua tese de investimento.

**PARANÁ BANCO: UMA RECEITA DIFERENTE**

Recentemente, investir em instituições financeiras tem sido o caminho mais rápido para o fim precoce da carreira de gestores. Restrição de crédito, *funding* caro, acirramento da competição na captação por CDBs e um clima de desconfiança geral tornam o ambiente pouco acolhedor para investidores.

Mesmo que o Brasil não tenha sido atingido em cheio pelo *tsunami* que devasta o setor financeiro, marolas são esperadas. O custo da expansão desordenada em carteiras de crédito pode tardar, mas aparece. Uma das peculiaridades do ramo é que o crescimento acelerado de empréstimos mascara a respectiva qualidade, uma vez que a inadimplência tende a aumentar conforme as carteiras maturam.

Como diz o ditado, “existem sempre mais bancos do que banqueiros”, ou seja, alguns são geridos por executivos sem o necessário foco na prudência:

- Devido ao ego ou a incentivos mal-alinhados, esses executivos muitas vezes concentram seus esforços na rápida e indiscriminada expansão de carteira, inclusive para segmentos em que desconhecem os processos e o histórico de perdas.
- Na ausência de vantagens competitivas nesses novos segmentos, os executivos compensam a falta de margem líquida (NIM) com alavancagem.
- Para transformar uma baixa rentabilidade sobre ativos em um satisfatório retorno sobre o patrimônio, abusam de brechas contábeis, como a cessão (venda) de carteiras, que permite a antecipação de receitas e o diferimento de custos (lucros contábeis aparecem hoje, custos só amanhã).

Diferentemente, o Paraná Banco seguiu sua própria receita. Independente, conservador e avesso a modismos, é de longe o banco mais capitalizado do nosso mercado, com um índice de Basiléia de 56%. Negociado a um P/L de 5,9 e a 61% do seu valor patrimonial, tem um *dividend yield* de quase dois dígitos.

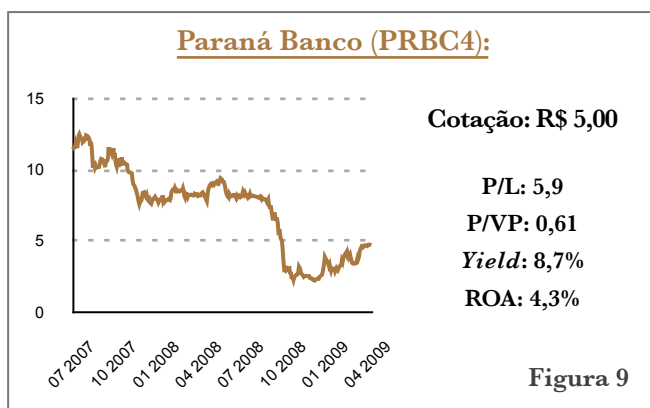
Nada disso seria significativo se o lucro fosse produto de subterfúgios contábeis e os ativos tão sólidos como um cubo de gelo no calor de Ipanema. Contudo, quase toda a carteira do banco (90%) é de baixíssimo risco: empréstimos consignados para servidores públicos e aposentados, que podem ser vendidos em questão de dias para outros bancos ou para o FGC.

A disciplina de não operar quando não há lucratividade é tão lógica quanto é rara. Forças externas (pressão do mercado) e internas (funcionários receosos de perder seus empregos, executivos preocupados com o ego ou com interesses próprios) tornam praticamente impossível qualquer caminho que não o do crescimento da originação de empréstimos. É comum vestir-se a camisa do conservadorismo em público mas deixá-la no armário quando se está em casa. O Paraná não apenas *usa* mas também *sua* a camisa para focalizar na rentabilidade. No passado, já freou a expansão de carteira que não melhoraria o retorno.

Um ambiente de alta de juros, potencializado pelo acirramento na competição pela captação em CDBs, não tem sido o cenário ideal para empréstimos com teto definido, como o consignado. Porém, parafraseando Churchill, o “consignado é a pior forma de empréstimo para pessoa física, exceto todas as outras formas”. Como produto de crédito pessoal mais competitivo, por ter juros menores, é natural que o consignado volte a se expandir na medida que as condições de mercado retornem à normalidade.

A operação do Paraná diferencia-se da de outros bancos por não incluir apenas convênios de consignado de volume enorme, como o INSS, mas também municípios menores, o que é mais rentável, porém mais difícil (devido a sistemas de pagamento diferentes). Além disso, o banco desenvolveu um canal exclusivo de distribuição — lojas próprias, franquias e *call center* —, que lhe permite ter mais controle sobre despesas e que já é responsável por 50% da originação.

Apesar de criticado como “banco mono-produto”, 30% do lucro de 2008 vieram da operação de seguros (espera-se 50% em 2009) e não faltam iniciativas: resseguro, seguro de crédito, crédito para pequenas e microempresas (carteira R\$ 90 milhões), financiamento de veículos e CDC lojista. As novas frentes são promissoras, considerando-se que o banco foi pioneiro no consignado e no seguro garantia, inventou o conceito de franquias para a distribuição de produtos bancários e constituiu a primeira resseguradora pri-



vada de nosso país. Em empresas bem geridas, é relativamente normal outro raio cair no mesmo lugar.

“INVESTIMENTO SEGURO”

O seguro garantia afirma o fiel cumprimento de obrigações contratuais (construir, fabricar, prestar serviços, fornecer etc.). Por exemplo: em uma licitação, o poder licitante exige da empresa vencedora (tomadora do seguro) garantia de que cumprirá o contrato. De maneira geral, a empresa tem três opções:

- Caução: a empresa deposita dinheiro ou títulos públicos para garantir o contrato, o que implica em perda de liquidez, rentabilidade e capital de giro.
- Carta de fiança bancária: o banco cobra pela emissão da fiança e exige que o cliente permaneça vinculado, adquirindo novos produtos ou mantendo depósitos como garantia.
- Seguro garantia: engloba todo o processo e garante que o contrato será honrado. A seguradora faz visitas periódicas, analisa termos de editais e contratos e verifica a situação financeira do tomador.

Essencialmente, o seguro garantia agrega valor eliminando ineficiências do processo e assimetria de informações. É uma opção mais ágil e barata para o tomador, além de ser mais segura para o beneficiário: obriga um *pool* de seguradoras, não um único banco, e garante o *cumprimento* do contrato, não uma indenização em caso de rompimento.

Com vantagens tão claras, era de se esperar que dominasse incontestemente o mercado. Mas, apesar de os prêmios virem aumentando aceleradamente, o crescimento ainda esbarra na escassez de corretores especializados — é um produto relativamente complexo.

Do ponto de vista do investidor, essa complexidade é muito benéfica: a atividade faz o Paraná acompanhar 21.000 empresas e a experiência com contratos e perdas passadas lhe permite precificar melhor os novos contratos, criando uma barreira para possíveis competidores. Essa vantagem competitiva fica evidente examinando-se a tabela a seguir.

Como o seguro garantia envolve grandes riscos, uma parte substancial dos prêmios tem de ser repassada para uma resseguradora. Considerando a baixíssima inadimplência da seguradora do Paraná, a J Malucelli, era irônico que esta tivesse de entregar boa parte dos resultados — às vezes quase 90% — para o pouco eficiente IRB, que até recentemente detinha o monopólio da atividade de resseguros. Com a abertura do mercado, a J Malucelli instituiu a primeira resseguradora privada no Brasil, que lhe permitirá reter uma parte muito mais significativa dos prêmios — sem incorrer em riscos adicionais.

SEGURO GARANTIA NO BRASIL

Ano	Mercado		J Malucelli	
	Prêmios emitidos	Sinistralidade	Participação	Sinistralidade
2000	77,9	7,57%	27%	0,95%
2001	98,6	28,60%	28%	1,81%
2002	164,5	21,76%	24%	1,01%
2003	134,8	24,11%	34%	1,01%
2004	205,4	18,65%	30%	6,49%
2005	167,6	45,41%	37%	3,87%
2006	194,7	15,36%	42%	2,93%
2007	339,5	4,74%	51%	3,75%
2008	494,9	15,36%	43%	4,28%

Prêmios em R\$ milhões. Fontes: SUSEP, Paraná Banco.

CONCLUSÃO

Negociado a um baixo índice P/L, com alta liquidez, fortíssima posição de solvência e seus melhores dias pela frente, o Paraná Banco apresenta-se como oportunidade evidente. Considerando o histórico de rentabilidade sobre ativos (ROA), seu retorno será altamente satisfatório, mesmo com baixa alavancagem. Some-se a isso a rentabilidade sobre o patrimônio acima de 20%, tanto da seguradora como da resseguradora, e uma cotação em bolsa que é uma fração do valor patrimonial da empresa.

Mesmo em um cenário extremamente pessimista — em que parasse de gerar empréstimos, cedesse ou colocasse em *runoff* as carteiras atuais e vendesse a seguradora pelo valor patrimonial —, o Paraná ainda valeria um múltiplo de seu preço de mercado atual.

Em um cenário mais realista, de retomada da rentabilidade do consignado, de crescimento do seguro garantia (que representa apenas 0,38% do mercado segurador no Brasil, em comparação com 2,36% no México e 3,00% na Colômbia) e com benefícios a serem auferidos pela resseguradora, o banco torna-se uma das grandes pechinchas na Bovespa. •