

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO (PPGA)

INVESTIDORES INTELIGENTES OU FILHOS DO ACASO?

TIAGO MACHADO

TRABALHO DE CONCLUSÃO DO CURSO
DE ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

PORTO ALEGRE, 2008

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO (PPGA)

INVESTIDORES INTELIGENTES OU FILHOS DO ACASO?

POR

TIAGO MACHADO

Trabalho de conclusão

do curso de especialização em mercado de capitais

Orientador: prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre, 2008

RESUMO

Este trabalho de conclusão realizou um estudo sobre as estratégias utilizadas por investidores de sucesso. Warren Buffet foi tomado como exemplo de investidor bem sucedido. Buffet nunca escreveu livro algum sobre suas estratégias de investimento, mas certa vez definiu seu método de investimento como 85% Graham e 15% Fisher. Será feito uma revisão sobre as idéias do investimento em valor. Para tal, foram estudadas as idéias difundidas por Benjamin Graham no livro "O Investidor Inteligente". Após este estudo, foi visto como as teorias de Fisher dão um contraponto às de Graham e como isto influenciou nas decisões ao longo da vida de Buffet. A conclusão deste trabalho foi muito importante para consolidar os conhecimentos obtidos no decorrer do curso de especialização. Foi muito importante constatar como estas estratégias de investimento estão vigorando a tanto tempo e continuam dando bom resultados, sendo uma maneira sensata e segura de conseguir bons resultados no investimento de longo prazo em ações.

Palavras-chave: margem de segurança, *investimento em valor*, *Graham*, *Buffet*, *Fisher*.

SUMÁRIO

RESUMO	11
SUMÁRIO	12
1. INTRODUÇÃO	9
2. A ESTRATÉGIA DE GRAHAM	12
2.1. Investimento <i>versus</i> Especulação: os resultados que o investidor inteligente pode esperar	12
2.2. O Investidor Defensivo	13
2.2.1. Por Que Não 100% em Ações	16
2.2.2. Regras para a Escolha das Ações	17
2.2.3. Ações de Crescimento (<i>Growth Stocks</i>).....	18
2.2.4. Método do Custo Médio	19
2.2.5. Antecipação ao Mercado e Recomendações de Profissionais	19
2.2.6. Custos de Transação	20
2.2.7. IPO.....	21
2.3. O Investidor Empreendedor	22
2.4. Antecipação do Mercado	22
2.5. Growth Stocks	23

2.6. Situações Especiais.....	24
2.6.1. Companhia grande relativamente pouco popular	24
2.6.2. Compra de ações subvalorizadas	25
2.4. Considerações sobre a Política de Investimentos.....	26
2.5. O Investidor e as Flutuações do Mercado.....	27
2.5.1. Comprar em baixa e vender em alta	28
2.5.2. Flutuações de mercado na carteira do investidor	29
2.6. A Escolha de Ações para o Investidor Defensivo.....	30
2.7. Margem de Segurança	33
3. WARREN BUFFET	36
3.1. Histórico	36
3.1. O Estilo de Buffet.....	37
3.2. A Influência de Fisher	40
4. CONCLUSÃO	45
BIBLIOGRAFIA	47

1. INTRODUÇÃO

O crescimento do mercado de capitais brasileiro e o histórico de boa rentabilidade que as ações têm apresentado nos últimos anos provocaram um aumento substancial de “investidores” utilizando as mais variadas técnicas e softwares para apoiar as suas decisões. Muitos deles têm conseguido um bom retorno dos seus investimentos. Este retorno é devido à eficiência das técnicas utilizadas ou apenas sorte por estarmos em um mercado em alta? Podemos considerar que são investidores inteligentes ou apenas filhos do acaso?

Proponho um jogo: imaginemos um concurso nacional de cara-ou-coroa. Serão 180 milhões de brasileiros jogando a moeda para cima todo o dia apostando um real. A cada dia os participantes que adivinharem o lado correto da moeda ganham um real e os seus oponentes abandonam o jogo. As apostas aumentam à medida que os prêmios anteriores forem novamente colocados em jogo. Após dez jogadas restariam aproximadamente 176.000 pessoas em todo o Brasil que teriam adivinhado o lado correto da moeda. Cada um teria ganho R\$ 1.024,00.

Este grupo provavelmente começaria a deixar a modéstia de lado e contaria vantagem de como a sua estratégia é vencedora. Em mais dez dias de rodadas, restariam apenas 172 pessoas que adivinharam com sucesso vinte jogadas de moeda consecutivas e teria acumulado um pouco mais de R\$ 1 milhão, realmente uma façanha.

Neste ponto, o sucesso destes vencedores já teria subido a cabeça. Seus integrantes já teriam escrito livros e percorrido o país dando palestras sobre suas técnicas infalíveis para tornar qualquer simples mortal em um milionário. Estes vencedores confrontariam qualquer um que ousasse duvidar da sua eficiência, afinal suas técnicas já tinham sido comprovadas na prática.

Agora vamos imaginar que este grupo fosse substituído por macacos. Os resultados seriam os mesmos, a diferença é que não teríamos um grupo de 172 macacos egocêntricos ao final das 20 jogadas. No entanto, digamos que 40% dos animais tenham vindo de um zoológico específico. Começaríamos a ficar desconfiado que algo estranho pode estar acontecendo e iríamos investigar. Provavelmente, gostaríamos de saber que alimentação é dada e se fazem alguns tipos de exercícios especiais. Uma alta concentração de sucesso pode indicar alguns fatores causais.

Em um grupo pode haver apenas uma pessoa que esteja realmente sendo bem sucedida, o restante pode apenas estar seguindo as dicas deste indivíduo. Dessa forma, existe um fator causal que une este grupo de vencedores, uma origem intelectual.

No mercado financeiro, podemos considerar, por exemplo, os gestores de fundos que apresentaram uma boa rentabilidade nos últimos cinco anos como este grupo distinto? Acredito ser mais confiável pegar uma base histórica maior e procurar aqueles investidores que conseguiram bons resultados mesmo passando por períodos de crises no mercado. Após esta pesquisa, certamente encontraremos a mesma origem intelectual, Benjamin Graham. Isso não quer dizer que todos tenham arremessados as suas moedas de maneira igual. Muitos compraram e venderam ações de empresas diferentes, mas todos aplicaram a teoria de jogar a moeda da maneira que o líder sinalizava.

O lema principal que estes seguidores seguem gira em torno de uma idéia principal: buscar discrepâncias entre o *valor* do negócio e o *preço* de pequenas partes daquele negócio no mercado.

Analisaremos as principais diretrizes desta estratégia vencedora. Em seguida, vamos estudar aquele que podemos considerar ter sido o mais bem sucedido seguidor de Graham de todos os tempos, Warren Buffett, atualmente o

homem mais rico do mundo. Buffett obteve 22% de retorno médio ao ano durante os últimos 40 anos. Vamos estudar quais as características do tipo de investimento realizado pelo Buffet e destacar os pontos em que sua estratégia de investimento difere da de Graham.

Para desenvolvermos este assunto nos basearemos, principalmente, no livro “O Investidor Inteligente” escrito por Graham, tentaremos fazer uma síntese e extrair os principais aspectos dos seus ensinamentos. Para acrescentarmos alguma contribuição das idéias do Buffett, pegaremos comentários de vários autores, pois ele mesmo nunca escreveu um livro. Segundo suas próprias palavras, Graham já o fez da melhor maneira possível.

2. A ESTRATÉGIA DE GRAHAM

2.1. Investimento *versus* Especulação: os resultados que o investidor inteligente pode esperar

O nosso objetivo é deixar bem claro a diferença entre “investidor” e “especulador”. Graham escreveu em 1934 a seguinte formulação: “uma operação de investimento é aquela que, após análise profunda, promete a segurança do principal e um retorno adequado. As operações que não atendem a essas condições são especulativas.”

Após a grande depressão do mercado, em 1929 e 1932, todas as ações foram consideradas de natureza especulativa. Atualmente, com mais uma demonstração de amnésia coletiva, toda e qualquer pessoa que realiza uma compra ou venda de ação no mercado se intitula um “investidor”. De maneira geral, logo após uma grande crise, aumenta muito a aversão ao risco, ironicamente nestes momentos os preços podem estar em patamares bastante atraentes. Inversamente, após as grandes subidas históricas são os momentos onde surgem os “investidores” com muito apetite ao risco e onde as ações atingem patamares extremamente perigosos.

É extremamente importante saber quais os riscos envolvidos no momento da compra de ação, para a compra ser realizada a níveis de preço que comportem uma queda de cotação no mercado. O investidor precisa manter o fator especulativo dentro de limites aceitáveis e estar preparado para os resultados adversos que possam vir a ocorrer. As ações sempre terão um fator especulativo, a especulação se torna perigosa das seguintes maneiras:

Especular quando você pensa que está investindo;

Especular seriamente, e não como passatempo, quando você não possui conhecimento apropriado e habilidade para tal;

Arriscar mais dinheiro na especulação do que você tem condições de perder;

Para finalizar, Graham aconselha: nunca misture suas operações especulativas com seus investimentos em uma mesma conta, tampouco em qualquer parte de seu pensamento.

Um investidor calcula o valor da ação com base no valor dos negócios. Um especulador aposta que a ação subirá de preço porque alguém pagará mais caro por ela.

2.2. O Investidor Defensivo

A idéia central desta política de investimento é que a taxa de retorno deve depender de quanto esforço inteligente o investidor está disposto e é capaz de empenhar. O retorno mínimo seria obtido pelo investidor passivo, o qual deseja segurança e tranqüilidade. O retorno máximo seria obtido pelo investidor atento e empreendedor, que exerceria ao máximo sua inteligência e capacidade.

Por causa das incertezas do futuro, o investidor não pode colocar todos os ovos em uma só cesta, seja na cesta de títulos ou na cesta de ações. O investidor conservador deve buscar minimizar seus riscos. Como uma regra orientadora, o investidor nunca deveria destinar um percentual inferior a 25% ou superior a 75% de seus recursos às ações, com uma conseqüente proporção inversa entre 75^o% e 25^o% em títulos.

Implicitamente, há uma idéia de que a divisão deveria ser igualitária, ou seja, 50% a 50% entre os dois tipos de investimentos. Seria sensato aumentar a parcela de ações quando surgissem níveis de “preços subvalorizados” criados em um mercado de baixa prolongado. O raciocínio inverso também é verdadeiro, seria saudável diminuir a parcela de ações para menos de 50% quando, na avaliação do investidor, o nível de mercado se tornasse altamente perigoso.

Como é muito difícil delimitar as fronteiras entre os mercados de baixa e de alta, a sugestão é manter a metade dos investimentos em ações, a menos que tenha muita confiança na integridade de sua posição em ações e esteja preparado para encarar com tranquilidade um mercado em baixa. Uma posição abaixo de 50% também é difícil de recomendar, a menos que o investidor esteja ansioso com os níveis de preço das ações e contente-se em reduzir seus ganhos em subidas adicionais.

A orientação é muito simples, basta manter uma divisão igualitária entre ações e títulos. Quando as mudanças nos preços das ações alterarem a proporção para, digamos, 55%, o equilíbrio seria restaurado vendendo o equivalente a 10% do total de ações (equivalente a 5% da carteira). Inversamente, em um mercado de queda utiliza-se a parcela dos títulos para comprar ações. Uma das vantagens de ter uma parcela dos recursos em títulos é poder fazer alguns movimentos em resposta às oscilações de mercado, evitando que o investidor seja cada vez mais atraído à medida que o mercado sobe até alturas cada vez mais perigosas e permitir aproveitar bons momentos de compra em movimentos de queda.

Um investidor verdadeiramente conservador ficará satisfeito com os aumentos registrados em metade de sua carteira em um mercado ascendente, enquanto que ele pode ficar bastante tranquilo ao refletir sobre como está em uma posição melhor do que muitos de seus amigos mais ousados em caso de uma queda severa.

Esta estratégia de alocação entre ativos e títulos não menciona a questão da idade. Existe uma regra muito difundida que consiste em subtrair sua idade de 100 e investir este percentual de seus ativos em ações e o resto em títulos e dinheiro. (Uma pessoa de 28 anos colocaria 72% de seu dinheiro em ações; uma de 81 colocaria 19%.) Esta forma de investir pode ser facilmente contestada. Seria tolice um indivíduo de 89 anos com R\$ 3 milhões, uma aposentadoria generosa e vários netos transferir a maior parte de seu patrimônio para os títulos.

Independentemente da idade, a qualquer momento pode ser preciso sacar o dinheiro devido a alguma eventualidade. Você pode perder o emprego, se divorciar, tornar-se um deficiente físico ou qualquer outra surpresa desagradável. O inesperado pode surpreender qualquer um, em qualquer idade. Todo mundo deve manter parte de seu patrimônio naquele abrigo sem riscos representado pelo dinheiro.

Por essa e outras razões que Graham aconselha a manter um mínimo de 25% em títulos. Essa precaução lhe dará coragem para manter o resto do seu dinheiro em ações mesmo quando elas tiverem um desempenho fraco em um mercado de baixa.

Para obter uma visão melhor do tamanho do risco que você pode correr reflita sobre diversas questões da sua vida, quando elas irão acontecer, quando poderão mudar e como elas podem afetar suas necessidades de dinheiro:

Você é solteiro(a) ou casado(a)? Qual a profissão de seu cônjuge ou companheiro(a)?

Você tem ou pretende ter filhos? Quando é que as contas escolares começarão a chegar?

Você vai herdar dinheiro ou terminará sendo responsável pelo apoio financeiro a pais idosos e doentes?

Que fatores podem atrapalhar sua carreira? (Se você trabalha em um banco ou em uma construtora, um salto na taxa de juros pode deixá-lo desempregado. Se você trabalha para um fabricante de produtos químicos, a rápida elevação dos preços do petróleo pode trazer más notícias.)

Se você trabalha por conta própria, por quanto tempo negócios como o seu sobreviverão?

Você precisa dos investimentos para complementar sua renda?

Considerando seu salário e suas necessidades de gastos, quanto dinheiro você pode se dar ao luxo de perder com seus investimentos?

Uma vez avaliadas estas questões, você poderá sentir qual o tamanho de exposição ao mercado estará disposto a assumir. Uma vez assumidos os percentuais-alvo, mude-as se sua vida mudar. Não compre mais ações porque o mercado acionário subiu; não as venda porque ele desceu. A questão principal é substituir a adivinhação pela disciplina.

A freqüência dos reajustes da carteira para manter os percentuais-alvo devem ser feitos de acordo com um cronograma previsível e paciente, não tão freqüente que o enlouqueça e não tão raramente que você fique distante de seus alvos. Graham sugere um reajuste a cada seis meses, nem mais nem menos, em datas fáceis de lembrar, por exemplo, feriados.

2.2.1. Por Que Não 100% em Ações

Graham aconselha a não colocar mais de 75% em ações. Porém, colocar todo dinheiro no mercado acionário é desaconselhável para todo mundo? Para uma minoria ínfima de investidores, uma carteira de ações faz sentido se:

Separou dinheiro suficiente para sustentar sua família durante, pelo menos, vinte anos;

Investirá consistentemente durante, pelo menos, os próximos vinte anos;

Sobreviveu ao mercado de baixa que começou em 2000 (bolha da internet);

Não vendeu ações durante o mercado de baixa que começou em 2000;

Leu o capítulo “O Investidor e as Flutuações de Mercado” e implementou um plano formal para controlar seu próprio comportamento de investidor.

2.2.2. Regras para a Escolha das Ações

A escolha das ações para a carteira do investidor defensivo deve ser relativamente simples. Abaixo, segue a sugestão de quatro regras a serem seguidas:

Deve haver uma diversificação adequada, mas não excessiva. Isso significa um mínimo de dez ações diferentes e um máximo de aproximadamente trinta.

Cada empresa escolhida deve ser grande, conceituada e conservadoramente financiada.

Cada companhia deve ter um histórico longo e ininterrupto de pagamento de dividendos. Por exemplo, dez anos contínuos de pagamento de dividendos.

Estipular um limite de preço que pagará por uma ação em relação aos seus lucros médios nos, digamos, últimos sete anos. Sugere-se que esse limite seja estabelecido em 25 vezes tais lucros médios e não mais que 20 vezes os lucros médios dos últimos 12 meses. Esta condição provavelmente excluiria da carteira as ações de crescimento (*growth stocks*), as quais têm sido as favoritas tanto de especuladores quanto de investidores institucionais.

2.2.3. Ações de Crescimento (*Growth Stocks*)

O termo "*Growth Stocks*" é aplicado àquelas empresas que aumentaram seus lucros por ação no passado a uma taxa bem acima daquela das ações em geral e das quais se espera um aumento similar no futuro.

As ações deste tipo são atraentes para a compra e manutenção em carteira, contanto que o preço pago por elas não seja excessivo. Quando suas razões preço/lucro sobem acima de 25 ou 30 as probabilidades da compra destas ações serem bem sucedidas são mínimas. O problema reside justamente no fato destas ações serem vendidas a preços muito altos em relação aos lucros atuais e múltiplos muito maiores em relação aos seus lucros médios do passado. Devido à expectativa de crescimento destas empresas existe um elemento especulativo muito forte nas *Growth Stocks* o que torna difícil realizar operações bem-sucedidas.

Por estes motivos as ações de crescimento são consideradas demasiadamente incertas e arriscadas para o investidor defensivo.

2.2.4. Método do Custo Médio

Este método consiste em o investidor investir mensalmente a mesma quantia na compra de ações. O mérito deste “plano de compra mensal” está em evitar que o praticante concentre suas compras em momentos errados. A eficiência desta prática já foi comprovada em estudos, mostrando que não há outro método de investimento automático que possa ser usado com tanta confiança e com sucesso no longo prazo, a despeito do que possa acontecer aos preços dos papéis.

2.2.5. Antecipação ao Mercado e Recomendações de Profissionais

O ideal no mundo dos investimentos seria comprar quando as ações estivessem baratas e vender quando se tornasse supervalorizadas. Em seguida, investiria seu dinheiro em títulos e esperaria o mercado cair novamente para poder recomprar as ações a preços atrativos.

Em janeiro de 1973, o New York Times publicou uma entrevista com um dos melhores analistas financeiros dos Estados Unidos, o qual incentivou os investidores a comprar ações sem hesitar. Aquele analista era Alan Greenspan, o futuro presidente do Federal Reserve foi muito confiante e tremendamente equivocado, pois 1973 e 1974 foram os piores anos para o crescimento da economia e para o mercado acionário desde a Grande Depressão.

Assim como Alan Greenspan, muitos outros profissionais do mercado cometem erros. Um estudo realizado por dois professores da Duke University mostrou que, se você tivesse seguido as recomendações de 10% dos melhores

boletins do mercado, o retorno anual obtido teria sido de 12,6% entre 1991 e 1995. Porém, se você tivesse mantido seu dinheiro em um fundo de índice de ações, o rendimento teria sido de 16,4%.

2.2.6. Custos de Transação

As negociações realizadas em um mesmo dia (day trades, manutenção de ações por poucas horas a cada vez) são uma das melhores armas para cometer suicídio financeiro. Algumas de suas operações podem render lucros, a maioria de suas transações fará você ter prejuízo, mas seu corretor sempre ganhará dinheiro.

Professores da Universidade da Califórnia examinaram os registros de transações de mais de 66.000 clientes de uma corretora. De 1991 até 1996, esses clientes fizeram mais de 1,9 milhão de transações. Antes que os custos de transação raspassem seus lucros, os integrantes do estudo superaram o mercado por metade de um ponto percentual ao ano em média. Porém, após os custos de transação, os mais ativos entre os negociantes, os quais trocavam mais de 20% de sua carteira ao mês, foram superados pelo mercado pela marca pavorosa de 6,4 pontos percentuais ao ano. No entanto, os investidores pacientes, os quais negociaram apenas 0,2% da carteira ao mês, conseguiram superar o mercado mesmo após os custos de transação. Em vez de doar uma enorme porção de seus lucros para os corretores e para o imposto de renda, eles guardaram quase tudo.

A lição é clara: não faça nada, fique parado. O termo “investidor de longo prazo” é redundante, um investidor de longo prazo é o único tipo de investidor que

existe. Alguém que não pode permanecer com ações por mais que poucos meses está fadado a terminar não como um vencedor, mas como uma vítima.

2.2.7. IPO

IPO é uma oferta pública inicial, ou seja, a primeira venda ao público de ações de uma companhia. Numa primeira avaliação, investir em IPOs parecer ser uma boa idéia. Afinal, se você tivesse comprado cem ações da Microsoft quando elas foram oferecidas ao público, em 13 de março de 1986, seu investimento de US\$ 2.100 teria crescido para US\$ 720.000 no início de 2003. Infelizmente, a maioria dos IPOs não tem este mesmo final feliz. Um exemplo de devaneio foi o caso da VA Linux, na época se falava que “Linux é a próxima Microsoft” ou até “Compre agora e se aposente em cinco anos”. Em 9 de dezembro de 1999, a ação foi colocada ao preço inicial de oferta ao público de US\$ 30. Porém, a demanda pelas ações foi tão feroz que, quando a Nasdaq abriu naquela manhã, ninguém se propôs a vender as ações até o preço bater US\$ 299. A ação atingiu o pico de US\$ 320 e fechou a US\$ 239,25, um lucro de 697,5% em um único dia.

Comprar IPOs é uma péssima idéia pois constitui na violação de uma das regras fundamentais do Graham: você deve comprar uma ação apenas se for uma forma barata de possuir um negócio desejável. No preço máximo do dia, o valor de mercado da VA Linux atingiu US\$ 12,7 bilhões. Quanto valia o negócio da companhia? Em menos de 5 anos de existência, a VA Linux havia vendido um valor total acumulado de US\$ 44 milhões em softwares e serviços, mas havia perdido US\$ 25 milhões. Em seu trimestre fiscal mais recente, havia gerado US\$ 15 milhões em vendas, mas perdido US\$ 10 milhões. Então, esse negócio perdia quase 70 centavos de cada dólar que faturava. O déficit acumulado (o valor que

suas despesas totais excederam sua receita) era de US\$ 30 milhões. Dessa maneira, o preço da ação se torna um concurso de popularidade, o preço da ação parece ser mais importante do que o valor do negócio que ela representa. Após 3 anos, a ação da VA Linux fechou em US\$ 1,19.

2.3. O Investidor Empreendedor

O investidor empreendedor (ativo) é aquele que dedicará bastante atenção e esforço para obter um resultado acima da média em seus investimentos. Podemos classificar as operações características do investidor empreendedor no mercado de ações em quatro categorias:

Comprar em mercados de baixa e vender em mercados de alta;

Comprar, com cuidado, “*growth stocks*” selecionadas;

Comprar ações subvalorizadas de diversos tipos;

Comprar em situações especiais.

2.4. Antecipação do Mercado

Discutiremos adiante em “O Investidor e as Oscilações de Mercado” as possibilidades e limitações de uma política de compra quando o mercado está deprimido; e de venda, nos estágios avançados de um boom.

A política geral indicada a qualquer tipo de investidor continua sendo a mesma do investidor defensivo de 50%-50%. Porém, existe uma ampla área de manobra entre um mínimo de 25% e o máximo de 75% em ações, à qual é permitida àqueles investidores com fortes convicções tanto do perigo quanto da atratividade do nível do mercado.

2.5. Growth Stocks

Uma *growth stock* pode ser definida como uma ação que teve um ótimo desempenho no passado e da qual se espera o mesmo no futuro. Parece simples e lógico que o investidor concentre-se nessas ações, bastaria fazer um cálculo estatístico e identificar as companhias que tiveram um desempenho acima da média do mercado.

Há alguns problemas com esta abordagem. Primeiro, as ações com desempenho bom e com uma perspectiva aparentemente boa são negociadas a preços correspondentemente altos. O investidor até pode estar certo quanto às perspectivas destas ações, mas pode se sair mal simplesmente por ter pago um preço muito alto pela valorização esperada. Além disso, a sua avaliação de futuro pode estar equivocada. O crescimento rápido diferenciado não pode ser mantido para sempre; quanto uma companhia já apresentou uma expansão brilhante, o próprio tamanho torna mais difícil a repetição deste desempenho.

Um estudo feito com base no desempenho de fundos com ações de crescimento rápido demonstrou que nenhuma recompensa expressiva surgiu de um investimento diversificado nestas ações em comparação com as ações em geral. Graham desaconselha o investimento em *growth stocks* para o investidor

empreendedor, lembrando que este tipo de investidor não é aquele que corre mais riscos do que a média, mas, simplesmente, aquele disposto a dedicar mais tempo e esforço extra na pesquisa de sua carteira.

Um dos principais aspectos das ações de crescimento são as grandes oscilações em seus preços de mercado. Quanto mais rápido o preço da ação sobe em comparação com o crescimento efetivo dos lucros da companhia à qual pertence, mais arriscada esta ação se torna como investimento.

2.6. Situações Especiais

Para uma política de investimentos obter resultados acima da média no longo prazo deve possuir duas características: (1) deve passar por testes objetivos ou racionais de coerência interna; e (2) deve ser diferente da política seguida pela maioria dos investidores ou especuladores. A seguir são apresentadas três abordagens que atendem a esses critérios.

2.6.1. Companhia grande relativamente pouco popular

O mercado tende a subvalorizar as companhias que estão com popularidade em baixa por causa de acontecimentos insatisfatórios de natureza passageira. Embora companhias pequenas também possam ser subvalorizadas por razões semelhantes, e em muitos dos casos os lucros e os preços de suas ações possam aumentar mais tarde, elas implicam risco de uma perda definitiva de lucratividade e também do desprezo continuado do mercado, apesar da

melhoria dos lucros. As companhias grandes têm os recursos em termos de capital financeiro e intelectual para ajudar a si mesmas a superarem as adversidades e retornarem a uma lucratividade satisfatória. Além disso, é provável que o mercado responda com uma velocidade razoável a qualquer melhoria mostrada.

2.6.2. Compra de ações subvalorizadas

Ações subvalorizadas são aquelas que, com base em fatos estabelecidos por análise, parecem valer consideravelmente mais do que seu preço atual de venda. Graham sugere que uma ação é realmente subvalorizada quando seu preço é pelo menos 50% inferior ao seu valor indicado pela análise.

Há duas maneiras de avaliar se uma ação está subvalorizada. A primeira é pelo método de avaliação que depende em grande parte da estimativa dos lucros futuros. Se o valor resultante for suficientemente superior ao preço de mercado a ação pode ser identificada como subvalorizada. A segunda maneira é o valor do negócio para um proprietário privado. Normalmente, este valor também depende principalmente dos lucros futuros esperados. Porém, neste caso deve se dar mais atenção ao valor realizável dos ativos, com ênfase especial no ativo circulante líquido ou no capital de giro.

O mercado muitas vezes reage de forma exagerada aos fatos. Duas prováveis fontes de desvalorização são: (1) resultados atuais decepcionantes e (2) impopularidade ou desprezo continuado.

Nenhuma dessas causas, considerada isoladamente, pode servir de orientação para o investimento ser bem sucedido. Como saber se os atuais

resultados decepcionantes são temporários? As diversas experiências deste tipo sugerem que o investidor precisaria mais do que uma simples queda de lucros e preços para fornecer-lhe uma boa base de compra. Ele deveria exigir uma indicação de, pelo menos, uma estabilidade razoável nos lucros ao longo da última década ou mais, isto é, nenhum ano de prejuízo, além de tamanho e força para lidar com possíveis problemas no futuro. Dessa maneira, o ideal seria uma empresa grande e de destaque que está sendo negociada a um valor bem abaixo de seu preço médio no passado e de seu múltiplo médio de preço/lucro.

O tipo de ação que pode ser facilmente identificado é aquela que está sendo vendida por menos que o capital de giro líquido (ativos correntes, tais como dinheiro em caixa, valores mobiliários negociáveis e estoques) da empresa, após a dedução de todos os compromissos assumidos. Isso significa que o comprador nada pagaria por todos os ativos fixos, prédios, máquinas, etc., ou por quaisquer itens intangíveis que possam existir.

2.4. Considerações sobre a Política de Investimentos

A escolha da política de investimento depende em primeiro lugar de o investidor escolher ser defensivo (passivo) ou empreendedor (ativo). O investidor ativo deve ter um conhecimento considerável de quanto valem os valores mobiliários para justificar suas operações de investimento como se fosse um negócio empresarial. Não há como ficar no meio do caminho entre o ativo e o passivo, o posicionamento em uma categoria intermediária provavelmente renderá mais decepção do que realização.

A maioria dos investidores deveria optar pela classificação defensiva, pois não possuem tempo, determinação ou capacidade mental para encarar os investimentos como um quase negócio. Portanto, devem se satisfazer com o excelente retorno possível com uma carteira defensiva e devem resistir corajosamente à tentação de aumentar esse retorno ao se desviar por outros caminhos.

O investidor empreendedor pode se envolver em qualquer operação para a qual seu treinamento e capacidade de julgamento sejam adequados e que pareça suficientemente promissora *quando medida pelos padrões empresariais estabelecidos*.

2.5. O Investidor e as Flutuações do Mercado

Os preços das ações sofrem diversas oscilações ao longo do tempo, cabe ao investidor tomar conhecimento dessas possibilidades e se preparar para elas, tanto financeira quanto psicologicamente. Provavelmente, ele desejará se beneficiar das mudanças dos níveis de mercado comprando e vendendo a preços vantajosos. Isso envolve o perigo de levar o investidor a tomar atitudes especulativas e cabe sempre lembrar: se você deseja especular, faça-o com os olhos bem abertos, sabendo que provavelmente perderá dinheiro no fim; certifique-se de limitar a quantia em risco e de separá-la completamente de seu programa de investimento.

Há duas maneiras pela qual o investidor pode tentar lucrar com as oscilações do mercado: (1) pela antecipação do mercado (*timing*) e (2) o da precificação (*pricing*). Por *timing*, entende-se o esforço para antecipar os

movimentos do mercado, ou seja, para comprar ou manter um investimento quando a evolução futura é considerada ascendente e para vender ou abster-se de comprar quando a evolução for considerada descendente. Por *pricing*, entende-se o esforço para comprar ações quando elas estiverem cotadas abaixo de seu valor justo e vendê-las quando elas subirem acima de tal valor.

As pessoas que enfatizarem a antecipação do mercado, querendo prever os rumos em um período curto, acabarão especulando. Estas pessoas tendem a dar muita atenção às previsões, mas é absurdo que alguém possa ganhar muito dinheiro com base nas previsões. Como seria possível um investidor típico ou médio poder antecipar os movimentos do mercado com mais sucesso do que o público em geral, do qual ele mesmo faz parte e compartilha estas previsões.

A antecipação do mercado é de grande importância psicológica para o especulador, pois deseja lucrar rapidamente. A idéia de esperar um ano ou mais até que suas ações subam é repugnante para ele. Além disso, a vantagem surgirá somente se no futuro ele consiga comprar a um preço suficientemente mais baixo para compensar a perda de receitas de dividendos. Dessa maneira, o *timing* só é importante quando coincidir com o *pricing*, isto é, desde que o capacite a recomprar suas ações a um preço substancialmente mais baixo do que o preço de venda anterior.

2.5.1. Comprar em baixa e vender em alta

Quase todos os mercados de alta tiveram várias características bem definidas em comum, tais como nível histórico de preços altos, razões preço/lucro elevadas, rendimentos de dividendos baixos comparando com o rendimento das

obrigações, muita especulação e muitos lançamentos de ações ordinárias novas de qualidade baixas. No entanto, é muito difícil que um investidor médio possa alcançar sucesso tentando antecipar os movimentos de preço. Olhando para o passado podemos ver diversos ciclos de mercado que ocorreram, alguns duraram quatro anos, outros seis a sete, e um mais extenso durou 11 anos (1921 a 1932). As amplitudes das oscilações, dos vales até os picos, variaram de 44% a 500%, ficando a maioria entre 50% e 100%. (Lembrando que uma queda de 50% anula um avanço anterior de 100%.) Com esta variedade de amplitudes e comportamentos é muito difícil prever como será o próximo ciclo de mercado e muito difícil de aproveitar o movimento com base apenas em previsões.

2.5.2. Flutuações de mercado na carteira do investidor

Todo investidor deve estar preparado para ver o valor de sua carteira oscilar ao longo dos anos. Um investidor sério não pode esperar que as oscilações do dia-a-dia, ou mesmo do mês a mês, do mercado acionário o farão rico ou pobre. Uma subida substancial do mercado é, simultaneamente, uma razão legítima de satisfação e uma causa de preocupação, mas pode também trazer a tentação forte de cometer um ato imprudente. Suas ações subiram, ótimo! Mas será que o preço subiu demais e você deve pensar em vender? Ou, pior, você deveria se render ao entusiasmo do mercado de alta, a super confiança e a ganância do grande público e assumir posições maiores e mais perigosas?

Levando em conta a natureza humana, é conveniente estipular algum tipo de sistema automático de reajuste da carteira para variar as proporções entre títulos e ações. A principal vantagem é que este método lhe dará algo a fazer. À medida que o mercado sobe, você vende ações de tempos em tempos, aplicando

a receita em títulos; à medida que desce, inverte o procedimento. Essas atividades darão ao investidor uma maneira de usar as energias muito represadas e, dessa maneira, estará tomando atitudes opostas a da multidão.

2.6. A Escolha de Ações para o Investidor Defensivo

A escolha de ações adequadas para o investidor defensivo consiste em aplicar uma bateria de testes a cada compra para se certificar de obter (1) um mínimo de qualidade no desempenho passado e na posição financeira atual da companhia e também (2) um mínimo de quantidade em termos de lucros e ativos por cada valor pago. Abaixo estão listados sete critérios de qualidade e quantidade sugeridos para realizar a escolha.

1. Tamanho adequado da empresa

O objetivo deste critério é excluir companhias pequenas que possam estar sujeitas a adversidades acima do normal, principalmente no setor industrial. Valores maiores que US\$ 100 milhões de faturamento anual no caso de uma empresa industrial, e maior que US\$ 50 milhões de ativos totais no caso de uma concessionária de serviço público.

2. Uma condição financeira suficientemente forte

No caso das empresas industriais, o ativo circulante deveria ser, pelo menos, o dobro do passivo circulante, um assim chamado índice de liquidez normal de dois para um. Da mesma forma, o endividamento de longo prazo não deveria exceder os patrimônios líquidos circulantes (capital de giro). No caso das concessionárias de serviços públicos a dívida não deveria exceder duas vezes o capital social (avaliado ao valor contábil).

3. Estabilidade de Lucros

Ter lucro para as ações em cada um dos dez anos passados.

4. Histórico de Dividendos

Pagamentos ininterruptos durante, pelo menos, os últimos vinte anos.

5. Crescimento dos Lucros

Um aumento mínimo de, pelo menos, um terço dos lucros por ação durante os últimos dez anos usando médias trienais no início e no fim.

6. Razão preço/lucro moderada

O preço atual não deveria ser mais do que 15 vezes os lucros médios dos últimos três anos.

7. Razão preço/ativos moderada

O preço atual não deveria ser mais do que 1,5 vez o último valor contábil divulgado. No entanto, um múltiplo de lucros inferior a 15 poderia justificar um múltiplo de ativos correspondentemente maiores. Então, o produto da multiplicação do preço/lucro com o preço/valor contábil não deve exceder 22,5. (Esse número corresponde a 15 vezes os rendimentos e 1,5 vezes o valor contábil. O resultado admitiria uma ação negociada a apenas nove vezes os lucros e 2,5 vezes o valor do ativo etc.).

Essas exigências foram estabelecidas especialmente para as necessidades e o temperamento dos investidores defensivos. Elas eliminarão a grande maioria de ações ordinárias como candidatos para sua carteira e por duas razões opostas.

Por um lado, excluirão companhias que são pequenas demais, estão em condições financeiras relativamente fracas, têm o estigma de um prejuízo em seus registros dos últimos dez anos e não possuem um histórico longo e ininterrupto de pagamento de dividendos.

Por outro lado, os dois últimos critérios excluem por razões opostas aos primeiros, ao demandar mais lucros e mais ativos por dólar de preço pago. Isso não é absolutamente o ponto de vista padrão entre os analistas financeiros; muitos insistirão que mesmo os investidores conservadores deveriam estar preparados para pagar preços generosos por ações de companhias seletas. Neste caso, Graham expõe um ponto de vista contrário a esta idéia; ele se baseia na falta de um fator de segurança adequado quando uma parcela grande demais do preço

pago depende de lucros sempre crescentes no futuro. Esta decisão importante ficará por conta de cada investidor após pesar os argumentos dos dois lados.

2.7. Margem de Segurança

Se fosse preciso resumir o segredo do investimento sensato em três palavras, elas seriam “margem de segurança”. Todos os investidores experientes reconhecem que este conceito é essencial para a escolha de obrigações e ações sólidas. A capacidade da empresa de gerar lucros acima das necessidades de juros constitui a margem de segurança com a qual se conta para proteger o investidor de prejuízos ou desconfortos, caso algum declínio futuro ocorra nos lucros líquidos.

O investidor não espera que os lucros médios futuros sejam iguais aos do passado; se ele tivesse certeza disso, a margem exigida poderia ser menor. Tampouco ele confia muito em sua avaliação da evolução futura dos lucros. Se ele o fizesse, teria que medir sua margem em termos de uma conta de receita cuidadosamente projetada, em vez de enfatizar a margem histórica. Aqui, a margem de segurança é, em essência, tornar desnecessária uma estimativa precisa dos lucros futuros.

Podemos dizer que a margem de segurança para ações reside em um poder de lucro (termo utilizado por Graham para os lucros potenciais de uma companhia ou, como ele diz, a quantidade que “se espera que uma firma lucre ano após ano se a conjuntura dos negócios prevalecente durante o período permanecer inalterada) esperado que é consideravelmente maior do que a taxa vigente para as obrigações.

Imagine um caso em que o poder de lucro seja de 9% sobre o preço e a taxa de juros das obrigações seja de 4%; então o comprador de ações terá uma margem anual média de 5% em seu favor. Parte do excesso é pago a ele na taxa de dividendos. O saldo não distribuído é reinvestido. Ao longo de um período de dez anos, o típico excesso do poder de lucro das ações sobre os juros das obrigações pode somar 50% do preço pago. Esse número é suficiente para fornecer uma margem muito grande de segurança, a qual sob condições favoráveis, evitará ou minimizará um prejuízo. Se tal margem estiver presente em cada integrante de uma lista diversificada de vinte ou mais ações, a probabilidade de um resultado favorável sob “condições próximas do normal” se torna muito grande.

Essa é a razão pela qual a política de investimento em ações representativas não exige percepção e previsão agudas para funcionar com sucesso. Se as compras forem feitas no nível médio do mercado ao longo de um intervalo de anos, os preços deverão trazer com eles a garantia de uma margem adequada de segurança. O perigo para os investidores reside na concentração de suas compras nos níveis mais altos do mercado, ou em comprar ações não representativas que embutem um risco acima da média de queda no poder de lucro.

O risco de pagar um preço alto demais por ações de boa qualidade não é o principal perigo a ser enfrentado pelo investidor típico. A experiência de muitos anos nos ensinou que as principais perdas para os investidores são oriundas da compra de papéis de baixa qualidade em uma conjuntura de negócios favorável. Os compradores encaram os bons lucros do momento como equivalentes a um “poder de lucro” e presumem que prosperidade seja sinônimo de segurança. Nestes anos que as ações de companhias obscuras podem ser lançadas a preços

muito acima do ativo tangível, com base em dois ou três anos de crescimento excelente.

Conclui-se que a maioria dos investimentos feitos em tempos bons, adquiridos a preços igualmente bons, está destinada a sofrer quedas de preço perturbadoras quando aparecem nuvens no horizonte, e muitas vezes antes disso.

A filosofia de investimentos em *growth stocks* se alinha em parte com o princípio da margem de segurança e o nega em parte. O comprador de uma *growth stock* confia em um poder de lucro previsto que é superior à média registrada no passado. Assim, pode-se dizer que ele substitui o registro histórico pelos lucros previstos ao calcular sua margem de segurança. Na teoria de investimento, não há razão para que os lucros futuros cuidadosamente estimados sejam um guia menos confiável do que o registro histórico; na verdade, a análise de títulos cada vez mais prefere uma avaliação competentemente executada do futuro.

Logo, a abordagem da *growth stocks* pode fornecer uma margem de segurança tão confiável quanto à encontrada no investimento comum, contanto que o cálculo do futuro seja feito de forma conservadora e mostre uma margem satisfatória em relação ao preço pago. Neste ponto que reside o perigo, pois para tais ações preferidas, o mercado tende a estabelecer preços que não estarão protegidos de forma adequada por uma projeção conservadora dos lucros futuros.

3. WARREN BUFFET

3.1. Histórico

Warren Edward Buffett nasceu a 30/8/1930 em Omaha, Nebraska. Seu pai era corretor e congressista. Desde cedo, Warren tinha uma queda por números; aos oito anos começou a ler os livros do pai sobre o mercado de ações. Aos 13 anos trabalhava como entregador de dois jornais. Com suas economias comprou máquinas de fliperama usadas; chegou a sete máquinas, com um faturamento de US\$ 50 semanais. Comprou um Rolls-Royce com um amigo por US\$ 350, e passou a alugá-lo por US\$ 35/dia. Enfim, sua carreira era promissora: aos 16 anos, Buffett já possuía US\$ 6.000. Terminado o curso de Economia em New York, retornou a Omaha, indo trabalhar na corretora do pai. Continuou em contato com seu ex-professor, Ben Graham, indo trabalhar em 1954 na Graham-Newman, que se dissolveu dois anos depois. Com o apoio da família e dos amigos, aos 25 anos, Buffett começou uma sociedade limitada de investimentos, com sete pessoas, que lhe confiaram US\$ 105 mil. Pelos próximos 13 anos Buffett obtém retornos de 29,5% ao ano, sendo a sua remuneração de 25% sobre o que superava 6% ao ano. Buffett não somente comprou posições minoritárias, como também majoritárias, em várias companhias. Em 1961, comprou a Dempster Mill Manufacturing Co., uma fábrica de equipamentos agrícolas. Em 1964, adquire a Berkshire Hathaway, uma companhia têxtil em dificuldades e com valor contábil de US\$ 22 milhões. No ano de 1967, ingressa na área de seguros, adquirindo a National Indemnity. Dois anos depois, adquire o Illinois National Bank – que é revendido nos anos 80, em função da Bank Holding Company Act. Também nesse ano, é liquidada a Buffett Partnership, Ltd., cujos investidores passam à condição de bilhões da Capital Cities /ABC; US\$ 2,4 bilhões da Geico; US\$ 2 bilhões da

American Express; US\$ 1,5 bilhões do Wells Fargo. Essa carteira havia sido adquirida por um total de US\$ 5,7 bilhões. Ao início de 1996, passa a deter 100% da Geico. Seu investimento na Coca-Cola supera os US\$ 10,5 bilhões de valor de mercado. Os principais investimentos da carteira de Buffett em 1997 eram: Coca-Cola: US\$ 13,3 bilhões; American Express US\$ 4,4 bilhões; Gillette US\$ 4,8 bilhões; Freddie Mac US\$ 2,7 bilhões; Wells Fargo US\$ 2,2 bilhões; Travellers US\$ 1,3 bilhões.

Ao final dos anos 90, Buffett detinha 38% da Berkshire Hathaway – avaliados em cerca de US\$ 36 bilhões – fortuna apenas superada pela de Bill Gates. Também tinha a satisfação de acompanhar a riqueza dos que nele confiaram: por exemplo, nos anos 90, Donald e Mildred Othmer deixaram US\$ 340 milhões para diversas instituições filantrópicas do Brooklyn – de uma fortuna que totalizava US\$ 750 milhões, e que se iniciara com US\$ 25.000 que cada um investira nos anos 60 com Buffett.

3.1. O Estilo de Buffet

Em 1956, Buffet começou a administrar dinheiro de terceiros formando uma série de sociedades que, no final, se juntaram numa única: a Buffet Partnership.

Ele continuou utilizando a abordagem pura de Benjamin Graham, como fazia desde 1950. Mas Buffet não era Graham. Mesmo sendo um investidor de sucesso, Graham era, antes de mais nada, um estudioso, um teórico. Mas Buffet (apesar das aulas na Universidade em Omaha e de ser apaixonado pelo magistério) é, essencialmente, um homem de negócios.

Embora Graham tenha escrito em 1934, em *Security Analysis*, que:

É quase inacreditável que Wall Street nunca pergunte: “Por quanto está sendo vendido o negócio?” E, no entanto, essa deveria ser a primeira pergunta na compra de uma ação.

Ele não enxergava uma empresa como um negócio; e não estava particularmente interessado na administração ou nos produtos da companhia. Os únicos dados que lhe interessavam eram os números.

Mas a pergunta que Graham fez em 1934 “Por quanto está sendo vendido o negócio?” iria se tornar a base do próprio estilo pessoal de investimento de Buffet.

O primeiro indicativo de que estava se diferenciando do estilo de Graham foi quando investiu um quinto de seus recursos societários na aquisição de 70% das ações controladoras da Dempster Mill Manufacturing Co., uma companhia que fabricava moinhos e implementos agrícolas. Mas esse negócio era estático e revitalizá-lo simplesmente não era “o prato preferido” de Buffet. Não demorou muito para que ele colocasse a empresa à venda.

Em 1963, Buffet começou a acumular sua primeira compra de ações que Graham não compraria: as da American Express. Mais uma vez, ele comprou uma grande quantidade, aplicando 25% de seus recursos societários na compra de ações dessa companhia.

Na época, como ainda hoje, Buffet aderiu ao princípio fundamental de Graham de que só se compram valores a um preço que proporcione significativa margem de segurança. Buffet nunca esqueceu os dois tópicos da estratégia de Graham que considera as mais importantes: “margem de segurança” e “o investidor e as flutuações de mercado”. Na American Express, Buffet viu o valor e também a “margem de segurança”. Mas houve uma mudança no que ele estava “vendo” e no modo como calculava o valor.

Uma subsidiária da American Express operava um depósito que estocava tanques de óleo vegetal e, em troca, emitia recibos para os clientes. Infelizmente, uma delas, a Allied Crude Vegetable Oil and Refining, era dirigida por um vigarista. Com uma classificação de crédito igual a zero, a Allied descobriu que poderia transformar óleo vegetal em recibos da American Express, que eram negociáveis em bancos.

Quando a Allied foi à falência, seus credores bateram à porta da American Express exigindo o óleo vegetal ou o seu dinheiro de volta. Somente então foi descoberta a fraude: a maioria dos tanques armazenados na Allied continha apenas água do mar, com um pouco de aroma de óleo vegetal. A American Express estava enfrentando um prejuízo de US\$ 60 milhões; “mais do tínhamos”, conforme palavras do CEO, Howard Clark.

De US\$ 60 em novembro de 1963, antes do “Escândalo do Óleo Vegetal”, o preço da ação da American Express caiu para US\$ 35 no início de 1964. Mas Buffet viu o problema como um evento único, que não afetaria o principal negócio da American Express: o cartão de crédito American Express e os cheques de viagem.

Mas como avaliar a empresa? Para Graham, a empresa (mesmo com a ação valendo US\$ 35) era proibitiva. Ainda é muito mais caro do que o valor de seus ativos tangíveis, ou seja, seu valor contábil. O que a American Express possuía era intangível: sua base de clientes, o cartão de crédito líder mundial (isso antes da VISA e do Mastercard) e centenas de milhões de dólares “voando” em cheques de viagem emitidos mas ainda não sacados.

Buffet viu um negócio promissor com uma franquia valiosa, inestimável, gerando ganhos estáveis (ganhos que poderiam ser obtidos por uma pechincha). A pergunta de Buffet passou a ser: “O negócio de franquias da American Express

foi afetado?” Esse não é o tipo de pergunta cuja resposta esteja no relatório anual da empresa.

Buffet passou a ser um detetive. Ele passou uma tarde atrás da caixa registradora de sua churrascaria preferida em Omaha e descobriu que as pessoas ainda estavam utilizando o cartão American Express, o negócio continuava normal. Descobriu com os bancos, agentes de viagem, supermercados e farmácias que as vendas de cheques de viagem e de ordem de pagamento não haviam caído. Telefonou para os concorrentes e descobriu que o cartão American Express continuava tão forte quanto antes. Então, concluiu que a empresa sobreviveria. Tão logo chegou essa conclusão, agarrou as ações da American Express com as duas mãos.

3.2. A Influência de Fisher

Enquanto Benjamin Graham desenvolvia o que ficou conhecido em Nova York como “*value investing*”, outro investidor famoso atualmente, Philip Fisher, estava criando o que mais tarde passou a ser chamado de “*growth investing*” (um estilo de investimento que prioriza empresas com forte crescimento nos lucros).

Enquanto o método de avaliação de Graham era quantitativo, o de Fisher era qualitativo. Graham confiava exclusivamente nos números das demonstrações financeiras das empresas. Fisher, ao contrário, achava que “ler os relatórios financeiros de uma empresa não é o bastante para justificar um investimento”. De acordo com Fisher:

O que de fato importa para determinarmos se a ação está barata ou supervalorizada não é o índice de ganhos atual, mas sim o índice de lucro

dos próximos anos...[Este é] o segredo para evitar prejuízos e obter lucros magníficos.

Buffet declarou que sua abordagem de investimento seria 85% Graham e 15% Fisher, o que deixa claro como as idéias de Fisher também foram muito importantes para determinar o estilo de Buffet.

A exemplo de Graham, Fisher procurava ações baratas e também “detestava perder dinheiro”. Mas determinar os lucros de uma empresa “nos próximos anos” é algo bastante diferente de decifrar o valor contábil ou de liquidação com base em um relatório anual. Como era de se esperar, Fisher e Graham tinham critérios de investimento bastante diferentes.

Fisher poderia estimar os lucros futuros de uma empresa com confiança apenas se entendesse como ela funcionava. Portanto, sua primeira regra era sempre permanecer dentro de seu círculo de competência. Como Buffet faz hoje em dia, ele só investia nos setores que conhecia bem.

Dentro desse círculo de competência, ele procurava empresas que preenchessem suas “Quatro Dimensões” com os seguintes atributos:

1. Uma decisiva vantagem sobre a concorrência por ser o produto de mais baixo custo do setor e/ou ter uma capacidade financeira, de produção, de pesquisa e de marketing superiores.
2. Uma administração excepcional, o que ele considerava fundamental para a obtenção de resultados excepcionais.
3. As características econômicas do negócio deveriam pelo menos assegurar que os lucros atuais fossem acima da média do setor e que o retorno sobre o ativo, a margem de lucro e o crescimento das vendas fossem contínuos por um longo período.

4. O preço tinha de se atraente.

Como Fisher conseguia saber de tudo isso?

Conversando com as pessoas.

Naturalmente, muita coisa pode ser encontrada nos relatórios anuais e em outras informações disponíveis de uma empresa. Principalmente dados que revelam quais organizações devem ser evitadas. Por exemplo, você sempre fica sabendo sobre a honestidade, ou a sua falta, dos administradores apenas com a leitura dos relatórios anuais anteriores.

Mas, para Fisher, não havia substitutos para a informação de primeira mão. Quando possível, é claro, ele falava com a empresa e conheceria seus executivos. Mas, por mais que os dirigentes da empresa sejam honestos e solícitos, a visão deles é, via de regra, incompleta.

Uma das fontes preferidas de Fisher era o que ele chamava de “rumores”: o que as pessoas falavam sobre a empresa e seus produtos. Ele conversava com pessoas que comercializavam com a empresa – de clientes, consumidores e fornecedores até antigos empregados e, principalmente, concorrentes. Um executivo pode relutar em contar muitos detalhes sobre a própria empresa, mas ficará feliz em contar tudo o que sabe sobre a concorrência.

Em sua primeira incursão nesse tipo de análise – em 1928, quando trabalhava em São Francisco, no departamento de investimento de um banco, Fisher conversou com os compradores no departamento de rádios de várias lojas da cidade.

Pedi a opinião deles sobre os três maiores concorrentes do setor. Recebi com surpresa, opiniões semelhantes de cada um deles... A Philco – que, infelizmente para mim, era uma empresa de capital fechado, ou seja, não representava uma oportunidade no mercado de ações – desenvolveu

modelos que tinham um apelo especial de mercado. Conseqüentemente, estavam ampliando sua participação de mercado com um belo lucro, porque eram fabricantes altamente eficientes. A RCA estava apenas mantendo sua fatia de mercado, enquanto outra empresa, que era a “bola da vez” no mercado de ações, estava caindo drasticamente e dava sinais de estar passando por dificuldades... Em nenhuma publicação de negócios de Wall Street que falava de dicas “quentes” do setor de rádios, encontrei uma única palavra sequer sobre os problemas que obviamente estavam acontecendo com este favorito da especulação.

Fisher observou as ações, que havia apontado como problemáticas, afundarem enquanto o mercado de ações subia a novas alturas.

Foi minha primeira lição naquilo que se tornaria, mais tarde, parte de minha filosofia básica de investimentos: ler os relatórios financeiros de uma empresa nunca é o suficiente para justificar um investimento. Um dos principais passos para uma aplicação prudente é descobrir sobre os negócios da empresa por intermédio daqueles que têm alguma familiaridade com ela.

Ao descobrir uma empresa notável, que atendesse a todos os seus critérios, Fisher investia nela grande porcentagem de seu portfólio.

Fisher preferia possuir apenas algumas empresas notáveis e não um grande número de negócios medíocres. Raramente possuía mais do que dez cotas de ações e, geralmente, três ou quatro empresas respondiam por três quartos de seu patrimônio líquido.

Uma vez compradas as ações de uma empresa, ele as mantinha por anos, às vezes por décadas. Fisher descrevia o período médio de retenção das ações

como “vinte anos, mas cheguei a manter uma participação por 53 anos”. Segundo Fisher, quando era a melhor hora para vender?

Se a compra da ação ordinária foi bem-feita, a hora certa de vendê-la é quase nunca.

Ele disse que existiam apenas três ocasiões para se vender uma ação. A primeira é quando você percebe que cometeu um erro e a empresa não atendeu a todos os critérios: por exemplo, quando uma administração menos hábil assume o controle; ou quando a empresa se torna tão grande que não pode crescer mais rápido do que o setor como um todo. E a terceira, quando você se depara com uma oportunidade fantástica e a única maneira de adquiri-la é vendendo algo antes.

4. CONCLUSÃO

A popularização do mercado de ações brasileiro tem sido muito grande nos últimos anos, milhares de novos “investidores” surgem a cada dia. Estes novos participantes do mercado são assediados com as mais variadas informações. Dicas e conselhos não faltam, mas temos que entender quais interesses motivam estas orientações.

A motivação deste trabalho reside justamente neste ponto. O objetivo foi procurar os exemplos de investidores bem sucedidos ao longo dos anos e estudar as estratégias utilizadas por eles. Como case de sucesso, olhamos para Warren Buffet e buscamos analisar como obteve uma boa rentabilidade no decorrer de um longo período de tempo.

Buffet se baseia, principalmente, na filosofia do investimento em valor e seu grande mentor foi Benjamin Graham. Graham realizava uma análise quantitativa da empresa, olhando diversos indicadores, visando pagar um preço justo por um bom negócio. No prefácio do livro de Graham, Buffet deixou claro os dois principais pontos a serem considerados:

- O Investidor e as Flutuações do Mercado
- Margem de Segurança

Com isso Buffet afirma a importância de aproveitar as oscilações do mercado para comprar com desconto ações de boas empresas.

Buffet começou a se diferenciar de Graham quando foi influenciado pelas idéias de Fisher, passando a dar mais importância para a análise qualitativa da empresa. Para conseguir analisar a qualidade das empresas, Buffet passou a conhecer mais profundamente os negócios e, naturalmente, a acompanhar um

menor número de empresas. Este foi outro aspecto onde se diferenciou dos ensinamentos de Graham, que sempre pregava a diversificação.

Ousando resumir a estratégia de Buffet em uma frase poderíamos dizer: “Comprar um negócio simples e compreensível, bem gerido, com boas perspectivas futuras a um preço atrativo.”

Levando em conta esta linha de raciocínio, Buffet foi muito criticado na época do boom das empresas .com. Ele não investia nestas empresas, pois declarava não entender negócios de alta tecnologia e considerava o futuro muito imprevisível neste ramo.

Este trabalho foi muito importante para ter uma visão geral sobre o tipo de questionamentos que um investidor bem sucedido levanta para fazer um bom investimento. Logo, a maior conclusão que podemos tirar de todos estes ensinamentos é não encarar uma ação como simplesmente um valor em um gráfico, mas ter em mente que quando se compra uma ação torna-se sócio de um negócio e devemos nos questionar se o negócio é interessante e se iremos pagar um bom preço por esta participação.

BIBLIOGRAFIA

Graham, Benjamin, 1894-1976

O Investidor Inteligente / Benjamin Graham; atualizado com novos comentários de Jason Zweig; prefácio e apêndice de Warren E. Buffet; tradução de Lourdes Sette – Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

Tier, Mark

Investimentos: os segredos de George Soros e Warren Buffet: o que você pode aprender com os investidores mais bem-sucedidos do mundo / Mark Tier; tradução Alessandra Mussi Araújo – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 – 5ª. Reimpressão.

Buffet, Warren, 1930

Warren Buffet: dicas do maior investidor do mundo / [apresentação, seleção e contextualização] Janet Lowe; tradução Ana Beatriz Rodrigues e Priscilla Martins Celeste – Rio de Janeiro: Elsevier, 2007 – 2ª. Reimpressão.