

“O Investidor Inteligente”

Investimento em valor



EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de Administração
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, SA
www.casadeinvestimentos.com

Segundo Warren Buffett, “O Investidor Inteligente” é o melhor livro alguma vez escrito sobre investimento. O autor é Benjamim Graham, o fundador da filosofia de investimento em valor – praticada pela Casa de Investimentos. Parece-me, por isso, uma boa recomendação para fechar esta colaboração de quase seis anos com a Vida Económica.

Muitos investidores questionam-se há vários anos se não será uma boa altura para “encaixar ganhos e esperar por uma grande correção para entrarem nos mercados acionistas”. Somos de opinião diferente por três grandes motivos:

1. não sabemos fazer o *timing* do mercado e não conhecemos quem o faça de forma consistente. É impossível prever quanto tempo durará a subida do mercado ou quando é que este irá corrigir. Aqueles que o tentam fazer alcançam resultados bastante aquém dos que se focam na avaliação de negócios a longo prazo;
2. as empresas que temos em carteira estão consideravelmente mais baratas do que o mercado. O principal índice S&P cota com um múltiplo de 20 vezes os resultados estimados para o ano corrente, ao passo que a nossa carteira tem um múltiplo médio de cerca de 12,2 vezes os resultados e é composta por negócios mais rentáveis e com balanços menos endividados;
3. embora seja mais difícil encontrar *pechinchas*, continuamos a identificar boas oportunidades de investimento. Existem bons negócios a ser vendidos a preços bastante abaixo do seu valor intrínseco.

O investidor em valor é avesso ao risco e por isso, o princípio fundamental é comprar bem, comprar com um desconto tal que uma venda mediana produza um bom resultado. Da mesma forma, não se preocupa em adivinhar o máximo que o título fará. Assim que o preço da ação atinja o valor justo estimado, e caso a empresa não demonstre razões fundamentais para que este valor seja revisto em alta, vende. Esta postura envolverá tomar decisões de venda de investimentos para os quais o mercado revela desmesurado otimismo, o que, mais uma vez, implica agir contra a opinião da maioria.

Ao executarmos com disciplina esta filosofia, tendemos a estar muito investidos quando o mercado está barato e ir vendendo quando o mercado está caro, como hoje acontece, aguardando que as correções surjam e aí alocamos capital.

Embora o nosso trabalho não seja ter dinheiro parado, não temos problemas em fazê-lo se as

oportunidades de valor escassearem. Aguardamos pacientemente pelas correções e gostamos de ter munhões para as aproveitar. Será nos momentos de maior incerteza e pessimismo que seremos mais gananciosos e aproveitaremos para comprar muito valor por pouco dinheiro.

COMO ANALISAMOS A QUALIDADE DOS NEGÓCIOS

Procuramos entender o que faz a empresa, em que setor se insere e como ganha dinheiro. Analisamos os relatórios e contas da empresa, procurando perceber a lógica do negócio, quem são os seus clientes e quais as fontes de receitas e de lucros. A análise detalhada do Balanço, Demonstração de Resultados, Demonstração de Fluxos de Caixa e Notas Anexas ajuda-nos a perceber a estrutura da empresa e como opera. Gostamos que as políticas contabilísticas utilizadas pela empresa sejam simples, conservadoras e fáceis de compreender.

As vantagens competitivas

Dedicamos grande parte do tempo a analisar quais e quão fortes são as vantagens competitivas das empresas e dos seus negócios. Michael Mauboussin e Kristen Bartholdson escrevem sobre este tema num extraordinário estudo, publicado pelo Credit Suisse em 2013, intitulado “*Measuring the Moat*”. Explicam que as vantagens competitivas duradouras têm três origens possíveis: vantagens produtivas, vantagens de consumo e vantagens externas – de cariz regulatório ou fiscal.

A capacidade de a empresa produzir um bem ou serviço a um custo inferior ao dos concorrentes confere-lhe uma vantagem produtiva. Por exemplo, uma empresa que opera num setor que acarreta um investimento fixo inicial bastante elevado, à medida que aumenta a sua produção, consegue obter economias de escala que lhe permitem produzir com custos unitários cada vez mais baixos.

As vantagens de consumo refletem a capacidade da empresa de produzir um produto ou serviço que satisfaça uma necessidade do consumidor de melhor forma do que a concorrência. A maioria das vezes isto deve-se ao facto do produto ou serviço ser objetivamente melhor. Noutros casos, a preferência dos consumidores assenta na marca, que permite ostentar um determinado estilo de vida ou característica apreciada pela sociedade. No geral, este tipo de vantagens “prende” os clientes, permitindo às empresas evitar a concorrência pelo preço, passar a inflação dos custos para os consumidores e manter margens de rentabilidade elevadas.

Por último, as vantagens competitivas externas têm origem, na grande maioria

dos casos, num ambiente regulatório que limita a concorrência ou incentiva os players através de subsídios. O exemplo mais premente é o da atribuição de patentes de propriedade intelectual, que permite a uma empresa que desenvolve uma nova tecnologia, composto químico ou outro, desfrutar de um período de vários anos de monopólio de vendas – as empresas farmacêuticas são um bom exemplo.

Identificar este tipo de características exige um estudo intensivo do negócio, da empresa e do setor de atividade.

Procuramos compreender a capacidade de a empresa manter estas vantagens competitivas por longos e bons anos. Inevitavelmente, surgirão outras empresas que procurarão disputar estes lucros acima da média. Só as empresas que dispõem de fortes vantagens competitivas conseguirão manter a concorrência ao largo e ganhar retornos acima da média. São estas as verdadeiras máquinas de capitalizar retornos a longo prazo que queremos colecionar para os nossos clientes.

Retorno sobre o Capital Investido

Analisar a capacidade de uma empresa gerar retornos sobre o capital investido - ROIC (*Return on Invested Capital*) - superiores ao seu custo de capital tem por base a simples lógica que as empresas

negativo, são estas empresas que têm capacidade para comprar outros negócios baratos e fortalecer as suas vantagens competitivas.

Avaliamos cuidadosamente os gestores e a sua capacidade de alocação de capital, quais os objetivos estipulados para receberem prémios e ações da empresa e em que alturas recomparam ações próprias. Em suma, gostamos de gestores capazes e honestos que comunicam de forma absolutamente transparente com os acionistas.

O COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR EM VALOR

O fator comportamental é decisivo para o sucesso do investidor. Inúmeras vezes, o investidor verá argumentos racionais serem toldados por vieses psicológicos característicos do ser humano. Nessas alturas, é fundamental ter o temperamento adequado para lidar com a volatilidade dos mercados, com as opiniões contrárias e com o excesso de informação. O melhor investidor é aquele que reconhece as suas limitações e se prepara para as evitar.

Saber estar “parado” - o investidor deve resistir à tentação de estar constantemente a comprar e vender ações ou outros ativos. Isto é bastante mais difícil do que se julga. Perante a quantidade avassaladora de notícias diárias, decidir não fazer nada vai

É fundamental ter o temperamento adequado para lidar com a volatilidade dos mercados, com as opiniões contrárias e com o excesso de informação. O melhor investidor é aquele que reconhece as suas limitações e se prepara para as evitar.

geram valor, para os detentores do seu capital, se forem capazes de investir o seu dinheiro, no presente, de forma a gerar mais dinheiro, no futuro, que compense os riscos assumidos.

Outros intervenientes do mercado rapidamente se apercebem destas rentabilidades. Caso tenham capacidade de se financiar e montar um processo produtivo idêntico com o mesmo custo, fazem concorrência com preços cada vez mais baixos até que nenhum interveniente é capaz de gerar valor adicional para os seus donos.

Este cenário só será evitado caso a empresa incumbente disponha de vantagens competitivas de tal forma fortes e enraizadas que minimizem o efeito nefasto da concorrência. Por isso, procuramos empresas com um histórico longo de ROICs consistentemente superiores ao seu custo de capital.

Geração de Free Cash Flow e solidez do Balanço

Outra característica fundamental é a capacidade de geração de dinheiro.

Uma vez que os resultados líquidos são facilmente manipuláveis, queremos perceber quanto desse resultado é transformado em *Free Cash Flow* (FCF), fluxo de caixa excedentário que pode ser distribuído pelos tomadores de capital.

Favorecemos empresas com muita liquidez no balanço, ou pouco endividadas. Num ciclo económico

contra os nossos instintos primários. No entanto, é precisamente isso que devemos fazer: a grande maioria das notícias, embora possam ter impacto no curtíssimo prazo, revelam-se pouco importantes a prazo. Além disso, comprar e vender com frequência aumenta consideravelmente os custos e prejudica as rentabilidades.

Investir a longo prazo - um investimento necessita de um período alargado de tempo para dar frutos. Com certeza que preferiríamos ganhos rápidos, mas isto é simplesmente impossível de alcançar de forma consistente. Se o investidor fez a sua análise corretamente e encontrou um negócio verdadeiramente excelente a um preço barato, deve dar tempo para que o potencial de valorização seja realizado.

Esta é a essência de um investimento de qualquer natureza: o empresário que inicia a sua atividade coloca-se numa posição extremamente desconfortável, cheia de riscos e incertezas. Mas é a capacidade de suportar essa incerteza que lhe permitirá, com análise cuidada e esforço, colher os frutos da oportunidade que outros não foram capazes de aproveitar.

No investimento, o mais importante é manter o foco no valor subjacente a cada investimento. O investidor individual, que pode ter um horizonte de investimento de décadas, deve deixar que a qualidade dos ativos que tem em carteira e o tempo trabalhem a seu favor.