

EX CAPITAL

TUTORIAL

ANÁLISE
FUNDAMENTALISTA

Analista: Antonio Marcus Ermida

CNPI 1949

PARTE III

Do Objetivo da Companhia

É indiscutível que uma companhia de capital aberto tem como objetivo o lucro, e o conseqüente retorno aos acionistas. Para Damodaran, o objetivo maior do administrador seria a “maximização do preço das ações”, apresentando três razões para tal visão: (i) que os preços das ações podem ser usados para julgar o desempenho da empresa, tendo mais visibilidade; (ii) que os preços das ações refletem os efeitos a longo prazo das decisões da empresa; e (iii) que os preços das ações é a medida real da riqueza dos acionistas;

Eu não posso aqui dizer que Damodaran esteja errado em sua exposição, ao contrário, mas particularmente tenho uma visão um pouco mais cética a respeito do preço das ações, e muito mais quanto a ser este o objetivo da administração de uma companhia. Dois pontos são determinantes para tal

avaliação: (i) ter como objetivo a maximização do valor das ações pode implicar em medidas que promovam distorções e que valorizem as ações artificialmente; e (ii) ter como objetivo central um trabalho de excelência, redunha na qualidade dos produtos, na satisfação dos clientes e colaboradores, em uma gestão eficiente dos recursos para resultar em lucros consistentes e recorrentes, o que ao final deverá representar a melhor avaliação das ações como consequência desse trabalho.

Como se extrai da obra “O Investidor Inteligente”, o investidor não pode ter como norte apenas o preço das ações, seja porque poderá implicar em compras e vendas desastrosas, seja porque a avaliação do seu patrimônio com base no valor de mercado das ações implica em acompanhar o mercado em sua personalidade maníaco-depressiva, o que é extremamente desgastante. Mas é claro que, no final, a valorização do preço das ações, como objetivo de longo prazo, encerra em si todos os elementos de valorização da companhia e do patrimônio dos acionistas.

Há pouco tempo a Bovespa chegou a marcar 10,47% de queda, acionando o *circuit breaker* (interrompendo as operações). Um investidor

com R\$1Milhão investidos, provavelmente perdeu mais de R\$100Mil em um único dia!! É de enlouquecer!!



Fonte: Bradesco Corretora

Então qual é o patrimônio do investidor? O valor das ações no topo, no meio do caminho, ou no fundo do poço? Por isso é preciso fazer uma distinção entre valor de mercado, que é o valor detido pelo investidor para liquidação imediata, do valor intrínseco dessas mesmas ações, cuja avaliação, é claro, representa uma das maiores dificuldades de qualquer analista, porque além de critérios objetivos, envolve sim um percentual significativo de subjetividade, em especial quanto a expectativa ou perspectiva de crescimento da empresa no médio e longo prazos.

Enfim, se você quer vender o papel hoje, é claro que o preço da ação hoje é determinante, mas se a sua intenção é fazer um investimento de longo prazo, quanto menor for o preço da ação melhor, porque mais compras você vai fazer e maiores serão os seus resultados no futuro. É claro que não estou aqui fazendo apologia a destruição de valor das ações, ao contrário, um mercado em nítida tendência de alta, implica em novos investimentos, o que faz a economia girar, com novos empregos e novas oportunidades.

O próprio Damodaran reconhece que o mercado pode cometer erros, e que isso dificulta a avaliação da riqueza do acionista medida pelo valor de mercado, então nos sentimos bastante a vontade para dizer que o objetivo do administrador não deve ser a maximização do preço das ações, inclusive porque muitas companhias pagam bônus expressivos para os administradores que maximizam o valor das ações e, com isso, estimulam práticas pouco convencionais que, de um lado, podem transparecer sucesso com o aumento das cotações, mas que em longo prazo podem representar a derrocada do empreendimento.

Por outro lado, certos administradores ao não ter o objetivo de maximização do valor das ações, certamente acabam comprometendo a própria companhia, isso ocorre principalmente quando uma determinada companhia é criada para beneficiar outra.

Comungo do entendimento que o objetivo do administrador deva ser maximizar os lucros da companhia com uma visão de longo prazo, investindo em projetos com retornos acima do exigido e priorizando a qualidade dos investimentos, dos colaboradores e dos produtos e serviços fornecidos.

Valor de Mercado

O valor de mercado de uma companhia é o valor da ação negociado no momento atual multiplicado pelo número total de ações. Nem sempre o valor de mercado de uma companhia é o quanto ela realmente vale, da mesma forma que nem sempre o valor de mercado de uma ação é o valor intrínseco do que se está negociando naquele momento.

Quanto vale um imóvel no centro da sua cidade? Essa pergunta pode ser bem difícil de ser respondida caso não haja pessoas interessadas em vender imóvel nessa localidade. O fato é que existem várias metodologias para se avaliar determinado bem, e a forma mais comum é considerar o valor de mercado. Mas até que ponto o mercado é eficiente para estabelecer o valor de determinado bem? Benjamin Graham faz uma comparação interessante, indagando ao leitor se ele venderia a sua casa por um valor irrisório só porque o alguém ofereceu tal valor. É provável que você não venda a sua casa nem por um valor alto, quanto mais por um valor baixo.

No mercado de ações não é muito diferente, porque o mercado está a todo tempo oferecendo comprar as suas ações, por vezes no mesmo dia ele oferece dois valores completamente diferentes, então qual desses é o valor justo?

Então não podemos confundir valor de mercado com valor justo, ainda que muitos analistas técnicos digam o contrário. O valor de mercado é a percepção de uma massa de investidores quanto ao preço de determinada ação em um determinado momento, mas essa percepção é em muitos casos divorciada do preço justo, quase sempre porque há uma interferência muito grande de especuladores no mercado, que não estão preocupados com o valor justo, mas com outros fatores, como a projeção gráfica dos preços.

Então o valor justo de uma determinada ação é encontrada com base nos fundamentos da companhia que ela compõe, que pode ou não coincidir com o valor de mercado.

Por outro lado, as médias móveis podem auxiliar o investidor na definição de um valor mais próximo ao que seria justo, porque recebe menos influência dos ruídos que a todo tempo interfere na definição do preço, mas não há dúvidas de que também pode estar ainda mais divorciado do preço justo, dependendo da proximidade entre a divulgação de fatores que devem influenciar o preço e a análise feita pelo investidor.

Os melhores momentos para se movimentar no mercado, são justamente aqueles em que há um descolamento entre o preço justo e o preço de mercado, para mais ou para menos, para comprar ou para vender. No dia a dia é bem complicado identificar se uma determinada ação está sendo ou não negociada por um preço justo, mas em eventos incomuns, de grande queda nos preços em razão de noticiário político ou econômico, tais oportunidades se mostram mais visíveis.

Investidor Defensivo

A remuneração de um investimento varia muito de acordo com o tipo de investimento e momento da avaliação. Considera-se investimento seguro aquele feito em títulos da dívida pública, em especial de países com grau máximo de investimento. No Brasil, o investimento em dívida pública é relativamente seguro, mas evidentemente não compete com o mercado norte-americano.

Ao se falar uma análise histórica dos retornos, também não é difícil perceber que a taxa de retorno dos títulos brasileiros são bem maiores que os americanos. No entanto, outros investimentos são também relativamente seguros, como alguns da renda fixa, como poupança, entre outros. No entanto, o retorno com a poupança é irrisório perto de outros investimentos. Ser um investidor defensivo não significa manter todos os seus recursos investidos em imóveis e poupança. O investimento em ações pode ser apropriado para o investidor defensivo, desde que sejam observadas algumas regras.

Benjamin Graham define o investidor defensivo como sendo *alguém interessado em segurança aliada à despreocupação*. Na mesma obra, o autor recomenda que os recursos do investidor defensivo estejam distribuídos na proporção de 50% em ações ordinárias e 50% em obrigações (títulos) com grau de investimento, sendo calibrado de acordo com o momento, podendo variar de 25% a 75% para um lado ou para o outro, a depender do cenário econômico.

Então em uma época de recessão, o investidor deve manter 25% de seus investimentos em ações e 75% em títulos ou renda fixa, e nos momentos de grande expansão, 25% em títulos do tesouro ou renda fixa e 75% em ações.

É claro que nos momentos de reversão, o quanto antes o investidor alterar a sua estratégia, maiores serão os seus retornos.

Valendo-se de tal estratégia, considero como razoável no Brasil a seguinte distribuição de recursos:

Investimento	Percentual
Ações	40%
Fundo Imobiliário	20%
Renda fixa/Títulos do Tesouro	40%

Da mesma forma que leciona Graham, a participação maior ou menor em cada modalidade varia de acordo com o momento, podendo a participação em renda fixa variar de 15% a 60%, com a maior ou menor distribuição de tais recursos entre os FII e ações.

Além disso, investimento na renda fixa ou em títulos da dívida pública, deve ser dividido em duas partes iguais, uma como investimento propriamente dito, e outra como reserva para a compra de ações e FII em

oportunidades (desvios do mercado) quando a ação ou o FII estiver manifestamente abaixo do valor real, como também para, dependendo do perfil do investidor, operações com opções (comprando ações e lançando opções em seguida – vide tutorial sobre opções).

É claro que o leitor mais agressivo, que se auto-intitula investidor empreendedor, vai criticar essa divisão de forças, por entender que o investimento em ações, nas ações certas, é muito mais vantajoso do que repartir os investimentos em três níveis. Aliás, a própria diversificação em ações, para alguns especialistas, seria a prova de incompetência, porque sabendo o que está sendo feito não haveria razão para diversificar e com isso reduzir os retornos.

Ora, aqui eu devo citar duas importantes manifestações de Benjamin Graham: *Quantos investidores empreendedores têm a competência ou o dom profético para vencer os analistas profissionais em seu jogo favorito de prever ganhos futuros de longo prazo? E mais: Em seu esforço para selecionar as ações mais promissoras, – cita o autor falando do investidor empreendedor – tanto no curto quanto no longo prazo, o investidor enfrenta obstáculos de dois tipos: o primeiro deriva da falibilidade humana, e o segundo, da natureza da concorrência. Ele pode estar errado em sua previsão do futuro ou, mesmo se estiver certo, o preço atual do mercado já pode refletir plenamente o que ele antecipa. Na área da seletividade de curto*

prazo, os resultados anuais das companhias são conhecidos por todos em Wall Street; os resultados do próximo exercício, na medida em que são previsíveis, já estão sendo cuidadosamente avaliados. Portanto, o investidor que seleciona ações principalmente com base nos resultados superiores deste ano, ou nos que lhe disserem podem ser esperados no próximo ano, provavelmente verá que outros já fizeram o mesmo por razões idênticas.

Por fim, é importante frisar que o investidor não está engessado nesses percentuais, aliás, nem sequer deve considerá-los de modo absoluto. Cabe ao investidor estabelecer seus próprios percentuais de acordo com o seu perfil, ou seja, quanto mais arrojado, maior o investimento em ações, e quanto mais conservador, maior o investimento em renda fixa. E tão importante quanto, é entender que manter uma reserva de capital para aproveitar oportunidades de compra, maximiza sensivelmente o retorno de sua carteira. Por outro lado, o fato de não haver uma exigência em seguir tais percentuais, o investidor deve se policiar e exigir de si mesmo o respeito aos percentuais fixados por ele próprio no que tange ao nível de conservadorismo, nunca devendo ultrapassar os limites estabelecidos para se arriscar mais, já que em certos momentos, a tentação poderá empurrar o investidor para um caminho doloroso.