

# “Só quero saber onde vou morrer, para nunca lá ir” - Charlie Munger

## Investimento em valor



### EMÍLIA O. VIEIRA

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

A frase que dá o título a este artigo foi proferida por Charlie Munger, sócio de Warren Buffett. Munger, numa entrevista de televisão, apresentou as razões para as rentabilidades que conseguem há décadas investindo em ações. Há quatro regras fundamentais:

1. Investem apenas em negócios que entendem,
2. Negócios com vantagens competitivas duráveis,
3. Geridos por gestores capazes e honestos,
4. Comprados a um preço inferior ao seu valor, com margem de segurança.

No final da entrevista, declara que este é um conjunto de ideias muito simples e que talvez por isso, muito poucos as seguem.

A regra mais antiga do investimento, e também a mais simples, diz que devemos comprar barato e vender caro. Quem desejaria fazer de outra maneira? Comprar barato relativamente a quê? Certamente, comprar barato relativamente ao valor do bem. Comprar abaixo do valor intrínseco e vender acima desse valor. Por isso, para que o investimento seja consistentemente bem sucedido é indispensável, como ponto de partida, ter uma estimativa do valor intrínseco do ativo.

Todas as abordagens ao investimento em bolsa podem ser resumidas a duas grandes orientações: baseada na análise dos atributos da empresa, conhecida por análise fundamental - investimento em valor e investimento em crescimento - e a outra baseada no estudo do comportamento passado das cotações do ativo: análise técnica e investimento “momentum”. Por outras palavras, um investidor tem duas alternativas: avaliar o ativo determinando o seu valor intrínseco e comprando apenas quando está substancialmente mais barato ou vendendo quando está acima; ou, basear simplesmente a sua decisão nas expectativas do que possam ser as variações futuras dos preços do ativo. Esta última abordagem, conhecida por Análise Técnica, é o estudo dos preços passados. Embora muitos julguem que é uma técnica recente, é praticada desde sempre no mercado financeiro. O próprio Warren Buffett admite que a fazia no início da sua carreira.

### Análise do comportamento passado dos cotações do ativo

**A - Análise Técnica** teve um grande declínio no mercado financeiro a partir do início da década de 60 quando a escola de Chicago, primeiro com o Professor Eugene Fama, vem dizer que os preços passados de uma ação não servem de nada na previsão dos seus movimentos futuros. Esta é chamada a “random walk hypothesis” que, por outras palavras,

significa que é um processo aleatório tal como o é atirar uma moeda ao ar. Todos sabemos que mesmo ao atirar uma moeda ao ar 10 vezes e tendo saído 10 vezes seguidas “cara”, a probabilidade de na próxima vez que a atiramos voltar a sair cara, continua a ser de 50%. Da mesma forma, as teorias da escola de Chicago asseguram que o facto do preço da ação ter subido nos últimos 10 dias, nada diz sobre se o preço sobe ou desce no dia seguinte.

A questão fundamental para o investidor comum é saber se esta abordagem ao investimento produz bons resultados e se o faz de forma consistente. Não tenho conhecimento de qualquer estudo que o demonstre.

**B - Investimento Momentum** é outra abordagem que recorre às cotações passadas. Os investidores que a praticam fazem-no no pressuposto de que conseguem saber se uma ação que tem estado a subir, continuará a subir. Este tipo de abordagem permite participar num “bull market” que continua a subir. Contudo, tem muitos inconvenientes. Como é que esta abordagem lhes permite vender antes de começarem as quedas e evitar perdas? O que fazem quando os mercados caem continuamente? O maior exemplo do fracasso desta abordagem aconteceu em 1998 e 1999 com o exponencial aumento de “day traders”, muitos não profissionais, à procura de dinheiro fácil. Raramente mantinham posições durante a noite até porque para o fazer precisariam de dinheiro para as pagar. Várias vezes ao dia, os “day traders” tentam adivinhar se a ação para a qual estão a olhar irá subir ou cair. Todos sabemos o que aconteceu a estes “day traders” em 2000 e 2001...

Os “day traders” ficam muito satisfeitos quando compram uma ação a 10 e vendem a 11; passados uns meses compram-na a 22 e vendem-na a 23 e algum tempo depois compram-na a 39 e vendem-na a 40 Euros. Na verdade, numa ação que subiu 30 euros conseguiram ganhar 3 euros e ter custos de transação em 6 operações. Em contraponto, um investidor em valor teria apenas 2 operações e teria conseguido ganhar grande parte destes 30 euros de variação.

### Análise dos fundamentais das empresas

Existem duas abordagens: investimento em valor e investimento em crescimento. Em poucas palavras, os investidores em valor têm como objectivo uma estimativa do valor intrínseco do ativo e comprá-lo quando o preço é inferior. Os investidores em crescimento, tentam encontrar ativos cujo valor irá aumentar rapidamente no futuro.

**C - Investimento em Crescimento**  
Está algures entre a monotonia do

## Todas as abordagens ao investimento em bolsa podem ser resumidas a duas grandes orientações: baseada na análise dos atributos da empresa, conhecida por análise fundamental e a outra baseada no estudo do comportamento passado das cotações do ativo

investimento em valor e a adrenalina do investimento “momentum”. O seu objectivo é identificar as empresas com futuro brilhante. Isto significa que se coloca menos ênfase nos atributos atuais da empresa e mais no seu potencial futuro. A diferença entre estes dois métodos de investimento pode ser resumida desta forma:

Os investidores em valor compram ações (mesmo aquelas cujo valor intrínseco possa não crescer muito no futuro) com a convicção que o valor atual é superior relativamente ao preço actual.

Os investidores em crescimento compram ações (mesmo aquelas cujo valor é inferior ao preço actual) porque acreditam que o valor irá crescer suficientemente depressa no futuro e produzirá uma apreciação substancial no preço. O grande problema é que muitas vezes se esquecem que as taxas de crescimento elevadas não são possíveis para sempre.

### D - Investimento em Valor

O que é que torna um ativo valioso? Quanto vale uma ação ou a empresa que lhe está subjacente? O que torna um ativo valioso é o rendimento que ele proporciona. No caso de uma empresa são os seus recursos financeiros, fábricas, lojas, patentes, recursos humanos, a gestão, o nome da marca, o potencial de crescimento e de geração de cash flows. É a capacidade de todos estes ativos gerarem lucros para os acionistas.

O investimento em valor coloca a ênfase em fatores concretos como ativos tangíveis e cash flows. Aos ativos intangíveis como talento, modas populares e potencial de crescimento de longo prazo é dado um peso menor.

O investimento em valor procura negócios com vantagens competitivas duráveis e aguarda para os comprar quando estão baratos. Os investidores em valor olham tipicamente para fundamentais económicos como lucros, cash flow, dividendos e ativos tangíveis e querem comprar barato, com base nestes indicadores. O principal objetivo dos investidores em valor é, assim, quantificar o valor atual de uma empresa e comprar as suas ações quando estiverem baratas.

É extremamente difícil, como investidores, fazer sempre a coisa mais certa. É, no entanto, impossível fazer consistentemente a coisa certa exatamente na altura certa. O mais que o investidor

inteligente pode esperar é estar certo acerca do valor de um ativo e comprá-lo quando está disponível por menos do que esse valor. Mas fazer isso hoje não significa que começaremos a ganhar dinheiro amanhã. A convicção no Valor do ativo ajuda a fazer face a esta dissonância entre o que vale e a cotação de mercado. Ajuda-nos a resistir a opiniões contrárias, a um mau momento temporário de mercado ou a um qualquer problema de curto prazo da empresa. Permite-nos estar focados no valor que a empresa tem e na sua capacidade de criação de riqueza ao longo do tempo.

Inúmeros são os estudos que demonstram a eficácia e consistência do investimento em valor. Os professores Martin e Puthenpurackal, num “paper” de 2008, concluíram que um investidor que imitasse as compras de Warren Buffett um mês após a sua divulgação pública, teria conseguido 23,57% ao ano entre 1976 e 2006. Nesse período o S&P 500 valorizou 12,82% ao ano e Warren Buffett ganhou 23,96% ao ano.

Porterba e Larry Summers, têm inúmeros estudos que demonstram o sucesso do investimento em valor. A título de exemplo, “Mean Reversion in Stock Prices, Evidence and Implications”, que ao longo de 60 anos, confirma os méritos do investimento em valor.

Warren Buffett escreveu um artigo em 1984 intitulado “Os superinvestidores de Graham & Doddsville”. Nesse artigo, Buffett elenca alguns investidores em valor que, ao longo de vários anos, conseguiram retornos muito acima de mercado:

Warren Buffett (em 54 anos) 20,2%/ano  
Walter Schloss (em 28 anos) 21,3%/ano  
Tom Knapp (em 16 anos) 20,0%/ano  
Bill Ruane (em 19 anos) 17,2%/ano  
Charlie Munger (em 13 anos) 19,8%/ano

Rick Guerin (em 19 anos) 32,9%/ano  
Seth Klarman (em 25 anos) 25%/ano

O facto do investimento em valor produzir bons resultados de forma consistente não significa que seja fácil. Primeiro, se pagamos demais, precisaremos de uma melhoria surpreendente no valor, de um mercado forte ou de um comprador menos exigente para nos salvar. Segundo, é necessário o temperamento adequado para resistir à volatilidade do mercado financeiro, às opiniões contrárias e à capacidade de venda da indústria financeira. Ignorar a multidão é fundamental.

Apesar do sucesso do investimento em valor estar tão documentado, o que realmente surpreende é que representa menos de 2% do mercado financeiro mundial. O que me deixa perplexa é porque razão um investidor que consistentemente perde dinheiro a investir no mercado financeiro ou tem rentabilidades medíocres, continua a investir da mesma forma e muitas vezes com os mesmos gestores de investimentos. Porque é que fazendo a mesma coisa esperam os investidores resultados diferentes?

Como diz Charlie Munger, se já sabem “onde vão morrer”, porque continuam a lá regressar?