

Estratégias de Investimento em Bolsa de Valores: Uma Pesquisa Exploratória da Visão Fundamentalista de Benjamin Graham

Vinicius de Castro Scottá dos Passos¹
Juliano Lima Pinheiro²

RESUMO

Investimentos em bolsa de valores têm sido associados às incertezas e grandes riscos, quando na verdade existem teorias que podem ser assimiladas por qualquer pessoa que deseje diversificar seus investimentos. Estudar as ferramentas de análise de mercado de ações e as estratégias utilizadas por célebres investidores pode oferecer preciosas orientações de como devemos nos preparar psicologicamente e tecnicamente para operar no mercado de ações. O cenário globalizado favorece o fluxo de informação, mas, ainda assim, existe a assimetria informacional do mercado. A análise fundamentalista tem sido forte aliada do mercado de capitais e tem em Benjamin Graham um de seus principais expoentes. Este artigo versará sobre as teorias de Graham, buscando a aplicabilidade de tais premissas na realidade brasileira. A realização da pesquisa poderá ser mais um passo no aprendizado de variáveis que se correlacionam com o mercado bursátil, contribuindo para futuros investidores.

PALAVRAS-CHAVE: Estratégia; Bolsa de Valores; Análise Fundamentalista; Investidores.

ABSTRACT

Stock market investments have been associated with uncertainties and great risks, while in truth do exist theories that may be assimilated by anyone wishing to diversify his investments. The study of the stock market analyzing methods and strategies used by renowned investors may offer precious orientations as how to prepare us psychologically and technically to operate in the stock market. The globalized scenario favors the information flow, however existing yet some market information asymmetry. The fundamentalist analysis has been a strong ally of the stock market, having in Benjamin Graham one of its main exponents. This article will refer to the Graham theories, seeking the way to apply these theories to the Brazilian reality. The performing of this study may be a step further in the learning of variables correlated with the stock market, being thus of contribution to future investors.

KEY WORDS: Strategy; Stock Market; Fundamentalist Analysis; Investors.

1 INTRODUÇÃO

O que torna arriscado um investimento no mercado de ações é a dispersão dos resultados possíveis

(BREALEY; MAYERS, 1998, p. 57).

Há quem diga que o ser humano deveria conceder a mesma importância dada à preservação da saúde, para suas aplicações financeiras. Na visão de muitos, pode parecer um excesso,

¹ Mestre em Administração pela Fundação Pedro Leopoldo. Professor da Universidade Fumec e da Apimec-MG. scotta@click21.com.br.

² Doutor em Finanças pela Universidade de Zaragoza. Professor da Fundação Dom Cabral. jlp@gold.com.br.

principalmente para o brasileiro que, ao longo de sua história, tem-se mostrado um forte adepto aos investimentos em renda fixa.

No Brasil, temos um número muito reduzido de pessoas que participam do mercado acionário, enquanto nos EUA, 50% das famílias aplicam na Bolsa; na Inglaterra, esse percentual chega aos 30% (MAGLIANO FILHO, 2002).

Pode-se verificar que o percentual de investidores individuais (pessoas físicas) em 2009 passou a ser 30,54%, num total de 552.364 investidores do mercado financeiro brasileiro (BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO - BOVESPA, 2009).

Os investimentos em bolsa de valores têm sido associados às incertezas e grandes riscos, quando na verdade existem teorias que podem ser aprendidas e assimiladas por qualquer pessoa que deseje diversificar seus investimentos, potencializando resultados. Dentre as ferramentas disponíveis, podemos destacar as análises técnica e fundamentalista.

Na visão de Allen (2003), os operadores que seguem a análise fundamentalista e se opõem às tendências, exercem efeito estabilizador sobre o mercado, enquanto os operadores que seguem a análise técnica acentuam a volatilidade, por meio de negociações baseadas em programas de computador, que tendem a gerar compras e vendas automáticas, em típico comportamento de manada.

Segundo Pova (2005), a Escola Gráfica e Técnica aceita a teoria da “eficiência dos mercados”, ou seja: assume que qualquer nova informação existente no mercado é automaticamente transmitida e interpretada de forma linear por todos os agentes que tomam decisões, ajustando também, em tempo real, os preços dos ativos que podem ser influenciados pela nova situação.

Já a escola fundamentalista trabalha com os fundamentos macroeconômicos, setoriais e relativos especificamente à determinada empresa, com o objetivo de determinar um “valor justo” para esta. Nesse caso, a informação ou pelo menos a forma de processá-la, possui valor inestimável, fazendo com que haja um distanciamento entre o passado, a cada dado novo.

Conforme Pinheiro (2005), pode-se conceituar a análise fundamentalista como o estudo de toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de se obter o seu verdadeiro valor e, assim, formular uma recomendação de investimento. A justificativa para o uso desse tipo de análise é antecipar o comportamento futuro de uma empresa no mercado.

O cenário globalizado favorece o fluxo de informação aos quatro ventos, mas, ainda assim, existe a chamada assimetria informacional do mercado, ou seja, a diferença de conhecimento entre a realidade das empresas e o que o mercado sabe realmente sobre a situação. A Teoria do mercado eficiente afirma que os preços que regem os mercados descontam, automaticamente, toda nova informação. Para minimizar as distorções da assimetria informacional, o analista fundamentalista percorre algumas etapas como:

- a) a pesquisa de informações, que envolve entrevistas com executivos da empresa, leitura de relatórios, dados em tempo real como Broadcasting; e
- b) transformação da informação em ideia, de onde sairão as projeções financeiras e as recomendações de investimento.

Para Copeland (2002), o aumento da importância dos acionistas na maioria dos países desenvolvidos, levou um número crescente de administradores à concentrar-se na criação de valor, como sendo a medida mais importante do desempenho corporativo.

Segundo a perspectiva que se queira utilizar no momento de se fazer a análise, existem dois métodos ou enfoques. Os partidários da *Top Down* pensam que a bolsa é movida, em longo prazo, pelas principais variáveis macroeconômicas, dado que ela deve refletir o comportamento da economia. Já os partidários da *Bottom Up*, acreditam na análise do comportamento e nas perspectivas de cada empresa, para detectar quais oferecem melhor oportunidade de investimento.

Povoa (2005) explica que o objetivo mais importante do avaliador é, através da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo.

Na visão de Damodaran (2003), ressaltamos duas abordagens para avaliação, embora não sejam mutuamente excludentes:

A primeira, avaliação por fluxo de caixa descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativos àquele ativo, que pode ser obtido avaliando-se apenas a participação acionária do negócio ou a empresa como um todo; inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos da empresa.

A segunda, a avaliação relativa, estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. Um exemplo dessa abordagem é a utilização de um índice preço/lucro setorial médio para avaliar uma empresa, pressupondo-se que outras empresas do setor são comparáveis à empresa objeto da avaliação.

Outro indicador de largo uso é o índice preço/valor contábil, utilizado nas empresas que estão sendo vendidas com um desconto sobre o valor contábil relativo às empresas comparáveis, consideradas subavaliadas.

Dentre as diversas escolas de avaliação de investimento, a análise fundamentalista tem colaborado no processo de verificação da real situação corporativa, observando atentamente o passado de resultados, a gestão empresarial e as perspectivas para o futuro.

Estudar as estratégias e como se comportaram, ao longo do último século, alguns dos mais célebres investidores, pode oferecer preciosas orientações de como devemos nos preparar psicologicamente e tecnicamente para operar no mercado de ações.

Considerado pela *Money Magazine*, revista renomada nos EUA, e por Haugen (2004) e Cunningham (2005) como o pai da análise fundamentalista, nesse contexto, surge a figura de Benjamin Graham, que desenvolveu há meio século, os pilares conceituais de como o investidor comum poderia se munir de informações disponíveis no mercado para minimizar as chances de perda e de paulatinamente agregar valor aos seus investimentos.

Uma curiosidade então vem à tona. Os conceitos fundamentais de Graham teriam aplicabilidade na Bovespa? Existem no mercado brasileiro papéis que atendam ao rigoroso filtro proposto por Graham?

A proposição de testes de hipóteses que produzam conhecimento e que favoreçam maior rentabilidade aos investidores é peça chave na atratividade do mercado bursátil local, diminuindo a dependência excessiva do capital estrangeiro, para elevação dos principais índices da bolsa brasileira.

2 BENJAMIN GRAHAM

2.1 Um Breve Histórico Sobre Graham

Benjamin Graham, escreveu, em parceria com o Professor David L. Dodd, em 1934, o monumental "*Security Analysis*", que era um livro muito técnico. Anos mais tarde, escreveu o "*The intelligent Investor*", o livro que veio a se tornar a bíblia do "Value investing". Graham escreveu ainda um pequeno livro sobre análise de balanços. O capítulo 8 de seu livro "*The intelligent Investor*", intitulado "O Investidor e as Flutuações do Mercado" e o capítulo 20, "Margem de Segurança", constituem recomendação pessoal de leitura por Warren Buffett (LOWE, 2003).

Benjamin trabalhou na *Graham-Newman Corporation* com Jerome Newman. Foi mestre, amigo e mentor do maior investidor do mundo: Warren Buffett. Lecionava na Universidade de Colúmbia, sendo um dos poucos acadêmicos a ensinar e, ao mesmo tempo, investir (teoria e prática). Possui o crédito de ser o pai da análise fundamentalista e o Decano do "*Value Investing*".

Investia, utilizando um método puramente quantitativo ao alcance de qualquer um, empregando informações de domínio público; devido à Crise de 29, preocupava-se muito com o posicionamento psicológico do investidor, tendo efetuado várias citações para exemplificar a sua visão - a mais conhecida delas é a do "*Mr. Market*".

Seu portfólio de investimentos obteve retorno de 21% em 20 anos, e se alguém tivesse investido \$10.000 em 1936, poderia ter retirado uma média de \$2.100 por ano pelos próximos vinte e um anos e, ainda assim, teria recuperado seus \$10.000 originais no final.

O Senhor Mercado (Mr. Market) é muito solícito, todo dia, dependendo de seus sonhos ou medos ele faz ofertas às nossas ações... que podemos comprar ou vender apenas quando for de nosso interesse... A maioria das vezes nós não damos atenção a ele, apenas a nossa própria avaliação e aos fatos... somente quando achamos que os preços estão absurdamente caros ou baratos é que prestamos atenção as suas ofertas [...] (GRAHAM, 1973, p. 213).

Ele sugere não alocar menos do que 25% e nem mais que 75% em ações e em carteiras de investidores defensivos. O restante deve ser reservado para títulos ou Renda Fixa. Para investidores inclinados a uma estratégia de investimento mais simples, recomenda um programa em que se mantenha sempre uma relação de 50-50%, em todas as ocasiões.

Graham (1973) acrescenta que o investidor deve também exigir um índice P/L satisfatório, uma posição financeira suficientemente forte e, pelo menos, a perspectiva que seus lucros serão, ao menos, mantidos através dos anos. Afirmava que todo investidor que possui ações deve esperar ver seus papéis oscilarem de tempos em tempos e concluiu que o fato ocorreria tanto com ações de grandes e proeminentes companhias quanto com empresas de segunda-linha.

Outro conceito chave para Graham (1973) era a margem de segurança que estará sempre relacionada ao preço pago. Será grande a um determinado preço, pequena em outro e inexistente para um preço demasiadamente elevado. Se as compras na forma de barganhas forem legítimas, mesmo as pequenas quedas de lucro que venham a acontecer no futuro não serão capazes de impedir que o investimento venha apresentar resultados satisfatórios. A margem de segurança terá, então, servido ao seu propósito.

Para aqueles investidores que querem se preocupar o mínimo possível com a sua carteira, Graham (1973) recomenda a diversificação e desestimula a aquisição de companhias públicas novas (IPO) e outras formas de investimentos exóticas.

2.2 O modelo Graham

Tendo por objetivo central a verificação da aplicabilidade das ideias de Graham, na Bovespa, é pertinente o detalhamento dos principais conceitos defendidos pelo autor. De acordo com Graham (1973), existem cinco aspectos a serem observadas no processo de avaliação de uma ação:

- a) as perspectivas de crescimento de longo-prazo;
- b) a administração;
- c) a saúde financeira e estrutura de capital;
- d) o histórico de dividendos; e
- e) o Dividend Yield.

2.2.1 As perspectivas de crescimento de longo-prazo

Analistas têm diferentes perspectivas sobre o futuro das companhias e isso fica ainda mais evidenciado quando se faz uma comparação do Preço/Lucro das empresas de forma individual, com dados consolidados do setor. O investidor não deveria tomar suas decisões baseado somente nas previsões dos analistas (GRAHAM, 1973). Nesse quesito, Graham (1973) acredita que as perspectivas corporativas para o crescimento sustentado da empresa decorrem de:

- a) capacidade de se tornar uma grande *serial acquirer*, ou seja, desenvolver expertise na agregação de valor através de aquisições;
- b) capacidade de agregar valor através da expansão de investimentos através de forte geração de caixa;
- c) forte posicionamento de marca, de mercado e vantagem competitiva, que é o caso de empresas como Harley Davidson, Gillette e Coca-Cola;
- d) a empresa funcionar como uma maratonista, não como um velocista, ou seja, possuir a capacidade e o histórico de geração de lucros e dividendos ao longo de décadas; e
- e) a empresa deve semear para colher, isto é, investir em pesquisa e desenvolvimento boa parte de sua receita, como a Procter & Gamble que investiu 4% de suas vendas em 2002, a 3M aplicou 6,5% e a Johnson & Johnson aplicou 10,9% das suas vendas no desenvolvimento de novos produtos.

2.2.2 A administração

A capacidade técnica e a predisposição da gestão com resultados no longo prazo são essenciais. O monitoramento dessas variáveis pode ser acompanhado através dos relatórios anuais produzidos pelos executivos.

É, provavelmente, a melhor forma para se começar a análise, porque esses relatórios podem conter dados que tenham ocorrido dentro da empresa, que impeça a comparação direta entre os números do ano anterior.

Aspectos como *stock options* devem ser observados com atenção, pois podem induzir a alta administração a focar fortemente no curto prazo, quando na verdade devem produzir resultados e crescimento para vários anos, com lucros e dividendos crescentes (GRAHAM, 1973).

2.2.3 A saúde financeira e estrutura de capital

A definição mais básica possível de um bom negócio é essa: ele gera mais dinheiro do que consome. No longo prazo, é quase certo que as companhias enquadradas nessa definição crescerão em valor, **independentemente** da evolução do mercado de ações (GRAHAM, 1973).

Se os lucros do proprietário por ação crescerem a uma média estável de, pelo menos 6% ou 7% nos últimos dez anos, a companhia é uma geradora de dinheiro estável e suas perspectivas de crescimento são boas.

Em seguida, examine a estrutura de capital da companhia. Procure os balanços para ver o grau de endividamento, cuja dívida de longo prazo deveria ser inferior a 50% do capital social. Notas de rodapé podem indicar se a dívida de longo prazo tem uma taxa fixa ou variável, onde podem se tornar mais onerosas se as taxas de juros subirem (GRAHAM, 1973).

A liquidez, que mede a capacidade de pagamento da empresa em honrar as suas obrigações no curto prazo deve ser superior a 1,0, ou seja que o ativo circulante seja no mínimo igual ao passivo circulante.

Graham (1973) sugeria que a liquidez corrente da empresa fosse favorável, ou seja, que existisse folga para pagamentos de curto prazo e também o foco em manter uma estrutura de capital onde o endividamento não comprometesse o crescimento no longo prazo.

2.3 O histórico de dividendos e o *Dividend Yield*

Quando uma ação se valoriza rapidamente, é natural a redução do *dividend yield*³; uma característica das boas pagadoras de dividendo é manter constante a relação entre preço e dividendo. O histórico da empresa e do setor em que atua ajuda o investidor a decidir (GRAHAM, 1973).

Nos Estados Unidos, companhias de serviços públicos (como água e energia), com ciclo estável de investimento, usam poucos recursos para se expandir e pagam regularmente dividendos, tornando-se as preferidas de investidores interessados em poupar para a sua aposentadoria.

Uma vez que o objetivo era escolher criteriosamente papéis descontados e mantê-los na carteira por longo prazo, o histórico de pagamentos de dividendos era premissa chave.

O importante é saber o motivo do *dividend yield* elevado: baixo preço ou dividendos em alta. Se existirem os dois fatores, existe a possibilidade de uma ação propícia para um investimento com retorno positivo na forma de dividendos (GRAHAM, 1973).

2.4 Benjamin Graham e os discípulos brasileiros

Uma contribuição importante a disseminação das idéias de Graham através da Internet brasileira se faz presente no site www.acaoereacao.net, com foco em Ben Graham e Warren Buffet, respectivamente "decano" e maior expoente da abordagem de investimento chamada "Value Investing". Dentre as diversas informações disponíveis, vale destacar a "seleção defensiva" seleção de ações por computador baseada nos critérios de Graham.

³ Dividend Yield, abreviadamente DY, é uma expressão inglesa que traduzida literalmente significa rendimento do dividendo. É um índice criado para medir a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações. Este índice traz o benefício de poder comparar a rentabilidade dos dividendos entre empresas.

3 METODOLOGIA

Para a constatação da aplicabilidade das idéias de Graham na Bovespa, foi elaborada uma carteira com os ativos negociados na bolsa brasileira. A fonte utilizada foi a versão completa do Economática, com dados detalhados dos ativos brasileiros. Os dados para a montagem da carteira levam em consideração os dados históricos, com origem em janeiro de 1994 até 31 de dezembro de 2000. Com essa base, traçamos quais ativos Graham compraria no mercado brasileiro, em janeiro de 2001.

Após a montagem da carteira, utilizou-se a série histórica de janeiro de 2001 até 31/12/2005, comparando os resultados da carteira com indicadores como Ibovespa e Selic.

Na TAB. 1, temos o retorno do Ibovespa e da Renda Fixa, corrigidos pela inflação:

TABELA 1
Resultados do retorno do Ibovespa e da Selic de 1995-2005

Data	Ibovespa anual		Selic anual	
	Fechamento	Rent	Fechamento	Rent
1995	42.990		197,7394	
1996	70.399	64%	251,9435	27%
1997	10.196	-86%	314,3948	25%
1998	6.784	-33%	404,9311	29%
1999	17.091	152%	508,5466	26%
2000	15.259	-11%	596,5782	17%
2001	13.577	-11%	699,8859	17%
2002	11.268	-17%	834,074	19%
2003	22.236	97%	1028,793	23%
2004	26.196	18%	1195,934	16%
2005	33.458	27%	1423,759	19%

Fonte: ECONOMÁTICA (2006).

Uma etapa adicional seria a montagem de uma carteira com base na série histórica de 1994 a 2005, indicando quais ativos iriam compor as preferidas de Graham para quem fosse investir, utilizando seus critérios em 01/01/2006. Essa carteira poderia ser comprovada em futuros trabalhos a serem desenvolvidos na área.

4 CARTEIRAS UTILIZANDO A FILOSOFIA DE GRAHAM

Conforme as informações apresentadas no item 2.1, dentre as principais orientações de Graham podemos citar:

- a) lucros crescentes;
- b) liderança no setor;
- c) múltiplos atraentes (P/L e P/VPA); e
- d) bom desconto no papel, a chamada Margem de segurança.

Desse modo, através do site Economática (2006), levantamos os dados da população dos papéis negociados na Bovespa, utilizando a série histórica de dados financeiros e contábeis de 1994.

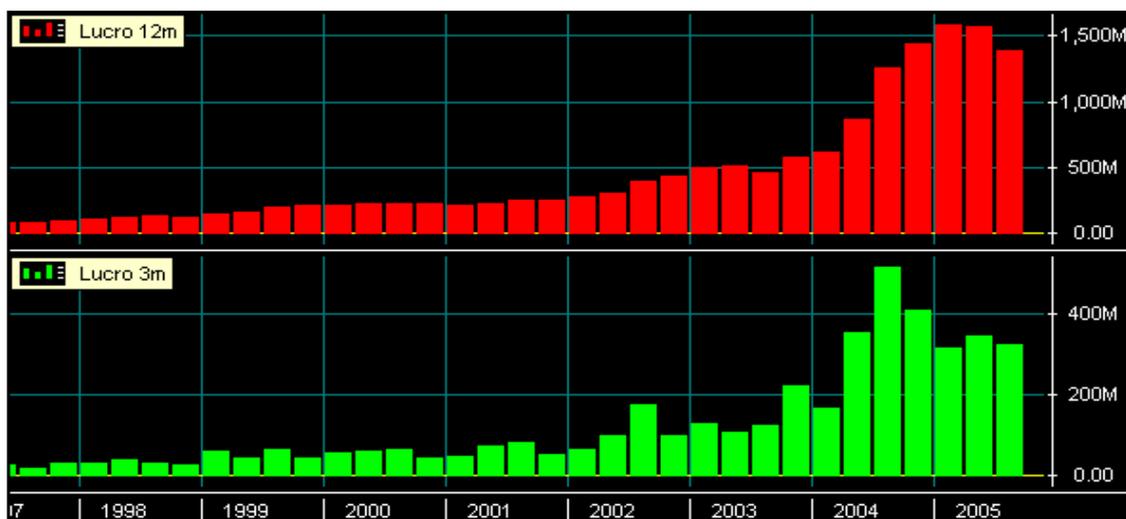
Devido à facilidade do sistema de dados, eles foram migrados para o Excel para a utilização de filtros personalizados. As variáveis foram selecionadas com base no modelo de Graham.

A partir daí, foram aplicados os filtros, seguindo o roteiro do livro “*The Intelligent Investor*” (GRAHAM, 1973):

- a) primeiramente na questão do lucro constante ao longo da série, ou seja, a empresa não poderia apresentar nenhum prejuízo;
- b) o crescimento médio anual proporcionado pelo papel deveria superar 5%;
- c) o produto dos múltiplos P/L e P/Vpa deveria ser inferior a 22,5, no momento do investimento;
- d) a receita líquida acima de 500 milhões na data do investimento;
- e) a dívida líquida sobre o patrimônio líquido não poderia superar 50% no momento do investimento;
- f) pagamento de dividendos pelo menos no ano anterior ao investimento; e
- g) a liquidez corrente obrigatoriamente deveria superar 1,0 no momento do investimento.

Assim, o primeiro passo seria a busca pelas rampas de lucros nos últimos anos. Os gráficos abaixo (GRÁF. 1 e 2) irão ajudar no entendimento.

Gerdau Metalúrgica PN – Lucro (R\$)



GRÁFICOS 1 – Desempenho no lucro da Gerdau
Fonte: ECONOMÁTICA (2006)

Bradesco PN – Lucro (R\$)

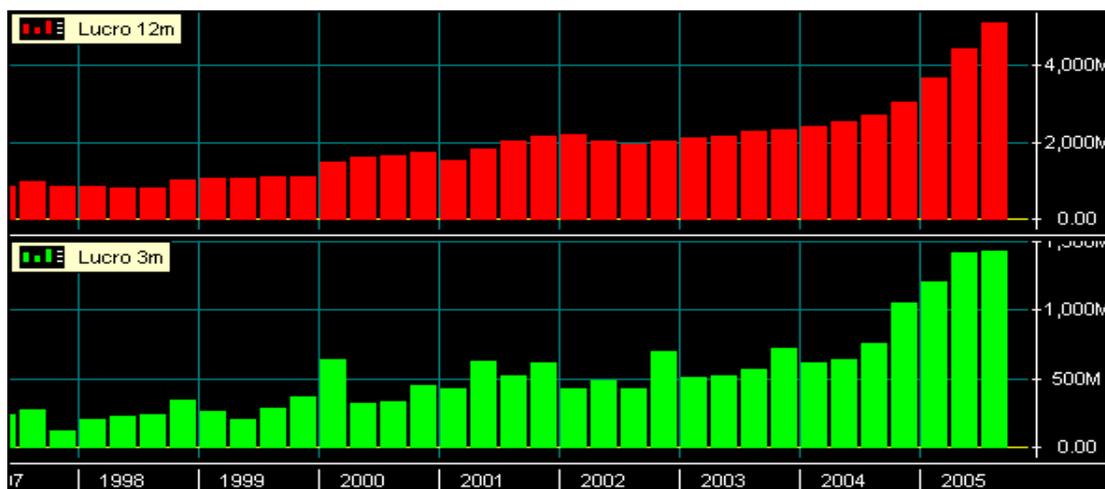


GRÁFICO 2 – Desempenho no lucro do Bradesco
 Fonte: ECONOMÁTICA (2006).

A parte em verde, do campo inferior, indica o lucro trimestral absoluto e a parte superior, em vermelho, significa o lucro computado os últimos quatro trimestres, ou seja, uma espécie de lucro anualizado. No GRAF. 3, temos a série de lucros da Gerdau (1994-2005).

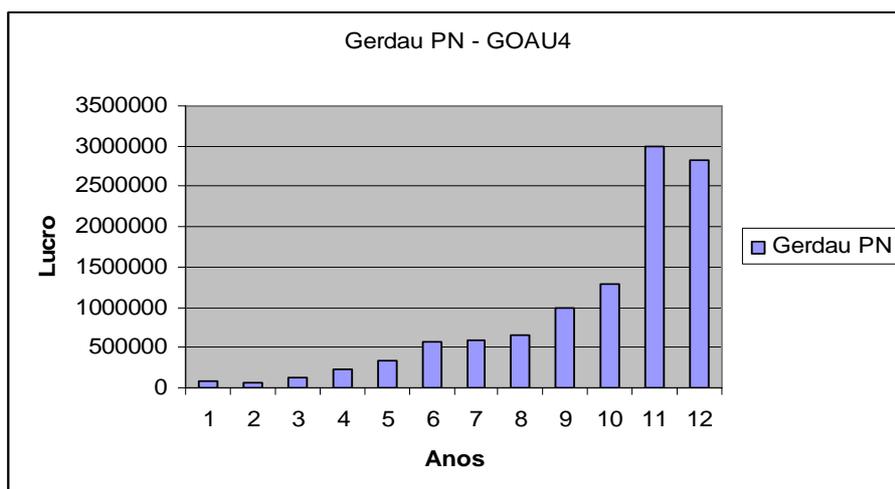


GRÁFICO 3 – Desempenho no lucro da Gerdau nos últimos 12 (doze) anos (1994-2005)
 Fonte: Dados da pesquisa.

Após o indicador lucro constante ter sido validado, passaríamos a observar a receita, endividamento, preço/lucro, preço/valor patrimonial, receita líquida e *dividend yield*, conforme TAB.2

TABELA 2
Avaliação dos Múltiplos da Metalúrgica Gerdau em 2005

Gerdau PN	Receita consolidada (R\$ Bilhões)	Preço/Lucro X Preço/Valor Patrimonial da Ação	Dividend Yield	Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido	Liquidez Corrente
GOAU4	22	13,64	5,3	32,8	3,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Após os indicadores de balanço e de múltiplos, devemos buscar criteriosamente estudar a tendência do setor que se deseja investir, suas perspectivas para os próximos anos e possibilidade de novos entrantes ou mesmos substitutos.

A questão da liderança de mercado indica, entre outras variáveis, que tais empresas estão, pelo menos na atualidade, tendo melhores resultados que outras que desenvolvem estratégias nas mesmas áreas, ou seja, provavelmente estão gerindo melhor a empresa, seus custos, seus clientes e aumentando, assim, as chances de longevidade.

Em relação à margem de segurança, é importante que o investidor desenvolva conhecimento nas diversas técnicas de precificação de ações, como por exemplo, o fluxo de caixa descontado e avaliação relativa. Porém, um brasileiro médio, com acesso somente as informações gratuitas disponíveis, poderia consultar os relatórios com Preços-Alvo nos sites das corretoras para buscar o chamado preço justo para o ativo que deseja analisar. Após estabelecer um critério próprio, médias dos dados obtidos e ponderações subjetivas, então existiria uma boa margem de segurança se o papel estiver na faixa de 40 a 50% de desconto, ou seja, ma nota de 1 dólar sendo vendida por cinquenta centavos. (Passos, 2006)

5 CARTEIRAS EMPÍRICAS

As carteiras montadas em janeiro de 2001, tiveram como base os dados históricos dos sete anos anteriores (1994-2000) e o retorno da carteira foi comparado com os *Benchmarks* Ibovespa e Selic, ao final de 2005. Foi proposta, ainda, uma carteira para quem fosse investir em janeiro de 2006, utilizando-se como base, dados históricos obtidos no período de 12 anos anteriores (1994-2005).

Os critérios para a seleção foram explicitados no item 4 e destacamos o fato de não haver balanceamento das mesmas, ano após ano, nem ponderação da carteira através de metodologias risco x retorno, ou seja, participação igualitária dos papéis e estratégia de “*buy and hold*”.

Serão apresentadas a seguir tabelas com os múltiplos e valores contábeis além das rentabilidades de cada uma das carteiras.

5.1 Carteira A

Essa carteira seria montada em Janeiro de 2001, com base na série dos sete anos anteriores e a seguir haveria comparação entre o retorno da carteira com o Benchmark Ibovespa e Selic ao final de 2005. Não existe ajuste dos valores pela inflação.

TABELA 3
Carteira Proposta - Série Histórica – 1994 a 2000 (lucro)

Empresas	Lucro-94	Lucro-95	Lucro-96	Lucro-97	Lucro-98	Lucro-99	Lucro-2000
Avipal ON	20.932	10.876	25.996	28.984	19.596	5.751	30.071
Cemig PN	589.371	217.068	210.982	310.112	482.780	33.719	414.959
Coteminas PN	39.594	52.245	62.604	41.154	29.660	16.408	66.578
Duratex PN	22.560	30.489	35.029	42.491	43.123	10.121	66.654
Fosfertil PN	96.518	41.499	96.147	91.252	67.018	119.949	98.287
Guararapes PN	12.086	23.047	38.587	32.087	40.616	50.877	61.692
Itaúsa PN	152.287	215.007	295.722	465.634	468.922	951.105	882.455
Pão de Açúcar PN	24.748	75.241	120.681	143.728	159.004	62.032	332.252
Petrobras PN	1.211.668	621.404	668.609	1.510.983	1.388.629	1.756.652	9.942.392
Souza Cruz ON	74.329	192.859	349.000	393.900	515.916	673.161	494.330
Telesp PN	239.093	301.792	807.876	1.100.222	1.039.972	735.834	1.470.062
Weg PN	37.226	29.709	40.660	58.494	97.531	81.997	125.426

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: Valores históricos e sem ajustes.

TABELA 4
Carteira Proposta - Série Histórica – 1994 a 2000 (múltiplos)

Empresas	crescimento % do lucro	Receita em Dez.2000	P/L*P/VP	Dividend Yield	Div.liq/PL	Liquidez
Avipal ON	70%	1.021.100	4,45	3,7	14,2	1,80
Cemig PN	179%	3.468.171	6	4,2	17,8	0,64
Coteminas PN	42%	652.599	12,9	4,4	0,7	2,37
Duratex PN	92%	744.596	5,82	3,7	-1,2	2,48
Fosfertil PN	17%	925.809	2,15	16,9	49	1,45
Guararapes PN	36%	711.431	0,85	5,4	-2,7	1,88
Itaúsa PN	39%	5.414.606	2,6	4,3	-575,3	0,93
Pão de Açúcar PN	111%	7.629.965	10,9	2,8	26,1	1,14
Petrobras PN	95%	49.782.445	2,38	1,8	23,6	1,21
Souza Cruz ON	48%	2.037.851	1,08	27,4	5,2	1,68
Telesp Operac PN	49%	7.309.683	3,63	6,9	12,4	0,64
Weg PN	27%	799.894	1,83	5	-8	1,71

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 5
Carteira Proposta - Série Histórica 1994-2000 (retorno %)

Empresas Selecionadas	Fechamento em 02/01/2001	Fechamento em 29/12/2005	Retorno %
Avipal ON	0,002	0,009	470%
Cemig PN	0,022	0,095	440%
Coteminas PN	0,095	0,214	224%
Duratex PN	8,934	29,700	332%
Fosfertil PN	0,003	0,027	964%
Guararapes PN	3,417	63,000	1844%
Itaúsa PN	1,385	7,400	534%
Pão de Açúcar PN	0,068	0,077	114%
Petrobras PN	8,700	37,210	428%
Souza Cruz ON	7,500	29,000	387%
Telesp Operac PN	13,68	47,95	351%
Weg PN	1,250	7,600	608%
Rentabilidade 2001-2005			566%

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 6
Série Histórica 1994-2000 (comparativo com *Benchmarks*)

Comparativo de Resultados		
Carteira Graham		566%
BOVESPA		
dez/00	dez/05	retorno
15259	33458	219%
SELIC		
dez/00	dez/05	retorno
596,578	1423,759	239%

Fonte: Dados da pesquisa.

Constatações

A carteira com os valores históricos mostraram que, no período, a carteira montada com base nos fundamentos de Graham, com dados de 1994 a 2000, para investimento em 2001, renderia quase 2,5 vezes mais do que o Ibovespa. Por outro lado, um investimento em um fundo passivo lastreado pelo Ibovespa, perderia de investimentos em renda fixa, como o Tesouro Direto. A seleção de papéis baseadas em Graham se mostrou eficiente.

5.2 Carteira B

Essa carteira seria montada em Janeiro de 2001, com os mesmos critérios da carteira A. A única diferença é que os valores foram ajustados pela inflação, através do IPCA.

TABELA 7
Carteira Proposta - Série Ajustada pela inflação – 1994 a 2000 (lucro)

Empresas	Lucro-94	Lucro-95	Lucro-96	Lucro-97	Lucro-98	Lucro-99	Lucro-2000
Avipal ON	52.212	22.162	45.948	51.230	34.072	9.179	45.289
Coteminas PN	98.762	106.462	116.435	72.740	51.571	26.188	100.271
Duratex PN	56.273	62.129	65.149	75.104	74.979	16.154	100.385
Eletróbrás							
PNB	3.915.889	1.542.430	4.451.560	5.971.049	3.467.338	926.646	3.698.620
Fosfértil PN	240.752	84.564	178.820	161.290	116.526	191.444	148.027
Guararapes PN	30.147	46.964	71.767	56.714	70.620	81.202	92.912
Ipiranga Dist. PN	116.510	53.550	81.473	124.624	139.076	138.269	91.457
Ipiranga Pet PN	282.402	135.329	198.574	298.818	345.135	154.333	69.888
Magnesita PNA	31.023	64.234	29.512	48.469	52.063	58.500	73.062
Petrobras PN	3.022.352	1.266.260	1.243.523	2.670.689	2.414.451	2.803.696	14.973.913
Souza Cruz ON	185.404	392.996	649.093	696.225	897.039	1.074.395	744.494
Weg PN	92.855	60.540	75.622	103.389	169.580	130.871	188.900

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: Valores históricos ajustados pelo IPCA.

TABELA 8
Carteira Proposta - Série Ajustada pela inflação – 1994 a 2000 (múltiplos)

Empresas	Crescimento		P/L*P/VP	Dividend		Liquidez
	% do lucro	Receita Dez.2000		Yield	Div.liq/PL	
Avipal ON	58%	1537845	1,47	3,7	14,2	1,80
Coteminas PN	31%	982858	7,21	4,5	0,7	2,37
Duratex PN	79%	1121412	7,92	3,9	-1,2	2,48
Eletróbrás PNB	58%	18407611	2,19	8,1	21	1,14
Fosfertil PN	8%	1394331	6,16	17,7	49	1,45
Guararapes PN	24%	1071463	2,05	5,7	-2,7	1,88
Ipiranga Dist. PN	5%	13464366	8,69	6,1	44,3	1,80
Magnesita PNA	27%	695131	1,16	10,1	-31	2,81
Petrobras PN	83%	74975720	10	1,9	23,6	1,21
Souza Cruz ON	34%	3069141	11,66	28,4	5,2	1,68
Weg PN	19%	1204694	10,88	5,1	-8	1,71

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 9
Carteira Proposta - Série Ajustada pela inflação – 1994 a 2000 (retorno %)

Empresas Seleccionadas	Fechamento em 02/01/2001	Fechamento em 29/12/2005	Retorno %
Avipal ON	0,003	0,009	313%
Coteminas PN	0,143	0,214	149%
Duratex PN	13,41	29,75	222%
Eletróbrás PNB	0,034	0,040	115%
Fosfertil PN	0,004	0,027	643%
Guararapes PN	5,128	63,30	1235%
Ipiranga Dist. PN	25,60	40,40	158%
Magnesita PNA	0,004	0,015	410%
Petrobras PN	13,06	37,21	285%
Souza Cruz ON	11,50	29,00	252%
Weg PN	1,875	7,600	405%
Rentabilidade 2001-2005			381%

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 10
Série ajustada pela inflação -1994-2000 (comparativo com *Benchmarks*)

Comparativo de Resultados		
Carteira Graham BOVESPA		381%
jan/01	dez/05	Retorno
26000	35000	135%
SELIC		
jan/01	dez/05	Retorno
900	1450	161%

Fonte: Dados da pesquisa

CONSTATAÇÕES

A carteira, semelhante a Carteira A, apenas com os ajustes referentes ao IPCA, obteve retorno quase três acima do Ibovespa, que novamente também perdeu para a renda fixa. A seleção de papéis baseadas em Graham se mostrou eficiente.

5.3 Carteira C

Essa carteira foi montada em Janeiro de 2006, com base na série dos 12 (doze) anos anteriores e valores ajustados pela inflação (IPCA).

TABELA 11
Carteira Proposta Ajustada – 1994 a 2005 (lucro – parte 1)

Empresas	Lucro-94	Lucro-95	Lucro-96	Lucro-97	Lucro-98	Lucro-99
Coteminas PN	98762	106462	116435	72740	51571	26188
Duratex PN	56273	62129	65149	75104	74979	16154
Embraco PN	66290	90027	47587	97544	128570	90236
Fosfertil PN	240752	84564	178820	161290	116526	191444
Gerdau PN	91129	60543	116201	238608	330868	563006
Magnesita PNA	31023	64234	29512	48469	52063	58500
Petrobrás PN	3022352	1266260	1243523	2670689	2414451	2803696
Sadia SA PN	105771	183011	78855	125702	298065	131165

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: Valores históricos ajustados pelo IPCA.

TABELA 12
Carteira Proposta Ajustada – 1994 a 2005 (lucro – parte 2)

Empresas	Lucro-2000	Lucro-2001	Lucro-2002	Lucro-2003	Lucro-2004	Lucro-2005
Coteminas PN	100271	121783	191696	190370	185832	123409
Duratex PN	100385	72810	89070	72802	132422	140642
Embraco PN	115065	221289	310026	96957	30910	21026
Fosfertil PN	148027	191462	321007	372017	477078	376198
Gerdau PN	591797	649023	992760	1293274	2992435	2821024
Magnesita PNA	73062	53882	123139	100789	113707	98159
Petrobrás PN	14973913	13801407	10065457	20236602	18876983	20484426
Sadia SA PN	169808	283394	290974	508072	463699	559634

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 13
Carteira Proposta Ajustada – 1994 a 2005 (múltiplos)

Empresas	Δ% lucro	Rec.2000	P/L*P/VP	Divid.Yield	Div.liq/PL	Liquidez
Coteminas PN	21%	1454954	8,4	4,4	8,8	3,3947053
Duratex PN	49%	1265936	21,08	3,1	37,5	2,7024863
Embraco PN	8%	1308737	9,66	3,4	5,1	1,9085355
Fosfertil PN	16%	2163848	19,25	8,9	23,6	1,5767395
Gerdau PN	45%	21608544	13,64	5,3	32,8	3,0345631
Magnesita PNA	22%	1049705	5,76	4,4	10,5	2,9392803
Petrobras PN	51%	128772535	16,59	3,9	30,7	1,5855233
Sadia SA PN	31%	7213895	15,6	4,3	32,4	1,8448155

Fonte: Dados da pesquisa.

CONSTATAÇÕES

A carteira C utiliza dados de 1994 a 2005, para investimento em 2006. A comprovação da efetividade dos retornos superiores aos *Benchmarks* utilizados precisaria ser avaliada no

longo prazo, característica principal do foco de investimento do *Value Investing*. Sugere-se avaliar a rentabilidade da mesma a partir de dezembro de 2010, ou seja, pelo menos após 5 (cinco) anos de maturidade da carteira.

6 COMENTÁRIOS FINAIS

Em sua análise, o investidor deve interpretar atentamente os sinais enviados pelo mercado, mas com uma percepção aguçada. Isso, em português bem claro, quer dizer que ele não deve vender quando os preços caírem, temendo que alguma coisa pior possa acontecer. De uma forma geral, as flutuações de preço só têm um significado para o verdadeiro investidor. Elas oferecem uma oportunidade ímpar para comprar, inteligentemente, quando os preços caírem bastante e igualmente vender quando eles subirem bastante. Em todas as outras oportunidades o investidor fará muito melhor se prestar atenção no seu retorno em dividendos e nos resultados operacionais de suas companhias.

Embora não seja uma fórmula mágica, concluí-se que as idéias de Graham para investimento em bolsa de valores, se aplicam ao contexto brasileiro, o que pode ser constatado pelos resultados obtidos pelas carteiras empíricas.

Assim, as idéias de Graham podem servir de referência para seleção de papéis e naturalmente contribuir para que o investidor foque em aspectos importantes como o endividamento da empresa, suas perspectivas de longo prazo e principalmente na margem de segurança. Para isso é fundamental que o investidor conheça o seu negócio, e se torne um especialista na empresa.

Deve-se ressaltar que após o quebra da Bolsa de Nova York em 1929, Graham adotou a política de manter em aplicações de renda fixa de curto prazo pelo menos um montante de 25 a 50% do patrimônio, como política defensiva de preservação do capital, e esses números devem nortear a alocação pra um brasileiro médio.

A visão fundamentalista de Graham rompeu as barreiras do tempo e suas ideias sobre como se tornar um “Investidor Inteligente” podem continuar a apoiar estratégias de investimentos, tanto para grandes instituições financeiras, como para os pequenos aplicadores, onde Benjamin depositava maior devoção.

REFERÊNCIAS

AÇÃO E REAÇÃO. Disponível em: <<http://www.acaoereacao.net>>. Acesso em: dez. 2005.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO (BOVESPA). Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>>. Acesso em: dez. 2009.

BREALEY, R.; MYERS, S. *Princípios de finanças empresariais*. 5.ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1998.

COPELAND, T. *Avaliação de empresas*. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CUNNINGHAM, L. *Ensaio de Warren Buffett*. São Paulo: Disal, 2005.

DAMODARN, A. *Avaliação de Investimentos*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br/>>. Acesso em: 2006.

GRAHAM, B. *The Intelligent Investor*. New York: Harper Business, 1973.

GRAHAM, B.; DODD, D. L. *Security analysis*. New York: Whittlesey House; McGraw-Hill Book Company, 1934.

HAUGEN, R. A. *Os segredos da bolsa*. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

LOWE, W. B. *Warren Buffett: dicas e pensamentos do maior investidor do mundo*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

MAGLIANO FILHO, R. Revolução na bolsa. *Sala do empresário*, São Paulo, v. 17, n. 546, 22 set. 2002.

PINHEIRO, J. L. *Mercado de Capitais*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2005.

PASSOS, V. *Estratégias de investimento em bolsa de valores: uma pesquisa exploratória da visão fundamentalista de Benjamin Graham*. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Ciências Humanas de Pedro Leopoldo, Pedro Leopoldo, 2006.

PÓVOA, A. *Valuation: como precificar ações*. São Paulo: Globo, 2004.