

As velhas atuais lições de Philip Fisher

Palavra do Estrategista

André Rocha



O livro “Common stocks and uncommon profits and other writings” (“Ações comuns, lucros extraordinários”, na tradução da edição brasileira) foi lançado em 1958, mas os ensinamentos do americano Philip Fisher são ainda seguidos pelos investidores, inclusive por gestores brasileiros. O princípio básico da metodologia de Fisher é investir em companhias de destaque, aquelas que apresentarão crescimento de vendas e lucros acima da indústria nos próximos anos. Esta condição é obtida com gastos constantes com pesquisa, lançamento contínuo de produtos e uma administração que tenha visão de longo prazo, mas sem se descuidar das obrigações diárias. Tomando por base estes princípios, Fisher faz algumas considerações relevantes:

1 – É mais fácil saber o que deve acontecer com o preço de uma ação do que prever em quanto tempo isso ocorrerá.
2 – O preço da ação é reflexo dos resultados futuros e não dos pretéritos. “Deve-se ter em mente que o que realmente importa é o futuro, não o passado”, diz Fisher.
3 – As ações de companhias de destaque merecem negociar com prêmio sobre as demais do mercado caso se tenha a expectativa de que elas continuarão entregando resultados superiores. Fisher não comprava as ações por estarem “baratas”. Essa estratégia tem sido muito utilizada por alguns gestores brasileiros que mantêm companhias de destaque em suas carteiras — Ambev, Ultrapar, Localiza e outras — apesar de estas apresentarem múltiplos bem superiores à média do mercado.

4 – Se o aplicador estiver convicto da sua escolha, não deve vender os papéis das companhias ‘premium’ apenas porque apresentaram forte valorização no curto prazo e, em seguida, destinar estes recursos às ações de empresas que ainda não se valorizaram. Para o especialista, os investidores não devem “dar grande ênfase” aos papéis que ainda não apresentaram ganho expressivo. “Eles inconscientemente acabam aderindo à falsa ideia de que todas as ações se valorizam até um limite máximo, (...) enquanto as outras que não subiram o suficiente ainda têm algo a cumprir”, diz Fisher. “O fato de uma ação ter tido ou não alta nos últimos anos não é revestido de significado algum para a tomada de decisão de comprá-la no presente.”

5 – A distribuição de dividendos não deve impedir investimentos que possibilitem o crescimento dos resultados da companhia, como a construção de uma nova unidade de produção, o lançamento de uma linha inédita de produtos ou a instalação de equipamentos que gerem redução de custos. Fisher não concorda com a afirmativa de que a redução ou a eliminação dos

proventos devem ser sempre consideradas uma estratégia desfavorável ao acionista.

6 – Esta é para alguns bancos de investimento e companhias brasileiras. Fisher considerava que, se a empresa possuísse disponibilidades, geração de caixa suficiente e espaço para um crescimento saudável, o acionista não deveria se preocupar com os desembolsos para investimentos. Por outro lado, caso a companhia tivesse que recorrer a aumentos de capital para acelerar o crescimento, diluindo os atuais acionistas, o aplicador deveria efetuar estudos para se certificar se essa diluição seria benéfica.

7 – Fisher preferia ações de empresas que já possuíssem um histórico de resultados. Assim, poderia acompanhar a produção da companhia, as vendas, a contabilidade de custos, a equipe executiva e todos os outros aspectos das suas operações. “Em contrapartida, quando uma companhia ainda se encontra no estágio promocional, tudo o que um investidor pode fazer é analisar o seu planejamento e imaginar quais seriam os seus problemas e os seus pontos fortes.” Será que Fisher teria adquirido os papéis de empresas em estágio pré-operacional como OGX e HRT, por exemplo?

8 – Após a pesquisa e a certeza de que se encontrou uma companhia de valor, o investidor pessoa física não deve deixar de adquiri-la porque deseja economizar alguns centavos ou porque os especialistas esperam um mercado baixista mais a frente. Segundo Fisher, as empresas de qualidade tendem a apresentar, no próximo ciclo de alta, pico de preço superior ao verificado no anterior.

9 – Quando o investidor deve vender as ações? O estrategista americano elenca algumas situações: (a) quando a companhia mostra que não entregará os resultados que o investidor esperava; (b) caso ocorram mudanças que façam com que as companhias não atendam mais aos requisitos necessários para serem consideradas de destaque (no capítulo 3, Fisher elenca 15 questões que devem ser observadas pelo investidor); e (c) após crescimento acelerado dos lucros, a empresa começa a entregar resultados em linha com a indústria. Nesta situação, a venda pode ser feita de forma gradual.

10 – A carteira de investimentos deve ser constituída com 60% a 100% dos recursos em companhias de destaque. A alocação exata depende das necessidades e características de cada investidor.

O espaço é pequeno para abordar todas as nuances da estratégia de investimento de Philip Fisher. Espero ter incitado a curiosidade do leitor para conhecer mais de perto este clássico da teoria de finanças.

André Rocha é analista certificado pela Apimec e atua há 20 anos como especialista na avaliação de companhias listadas na bolsa.

As opiniões contidas neste espaço refletem a visão do analista sobre as companhias, e não a do Valor Econômico. O Valor e o autor não se responsabilizam por prejuízos decorrentes do uso dessas informações (Veja os termos de uso completos em www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista)

valor.com.br
Confira mais análises de André Rocha no blog “O Estrategista”
www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista

CAPA

Negócios com opções cresceram 39% em 2012

Bolsa criou programa para fomentar o segmento, no qual investidores individuais têm forte presença, dada a exigência de valores menores. Por **Sérgio Tauhata**, de São Paulo

Nunca se operou tanto com opções na BM&FBovespa quanto em 2012. Foram 31 milhões de negócios no período, com crescimento de 39% em relação a 2011, o que consolida a bolsa brasileira como a maior do mundo neste segmento de derivativos. De acordo com dados do World Federation of Exchange (WFE), a segunda colocada, a bolsa eletrônica Nasdaq, registrou um volume 35% menor no comparativo dos dados do primeiro semestre.

A presença maciça de pessoas físicas tem sido um dos grandes impulsionadores do mercado de opções brasileiro. Em 2012, segundo informações da BM&FBovespa, movimentou 41,65% do volume financeiro do segmento. Mas já foi bem maior. Dois anos antes, essa fatia era de 60%.

O sócio-diretor da corretora Título, Marcio Cardoso, considera como um dos grandes atrativos para as pessoas físicas os preços dos contratos, que costumam ser frações do valor do papel no mercado à vista. “O investidor muitas vezes se sente atraído pelo segmento, porque, por exemplo, se o preço da ação for R\$ 20, a opção pode custar R\$ 2.” Mas, ao contrário do papel, ressalva o especialista, o derivativo é apenas um contrato que perde totalmente o valor no fim do período definido. Por isso, o titular que não exerce a opção perde o que pagou ao lançador na negociação, o chamado prêmio.

Devido às suas características, o segmento cresce continuamente desde 2000. O salto apresentado no segmento de opções da BM&FBovespa em 2012, com crescimento de 39% no número de negócios em relação ao ano anterior, deve-se em grande parte ao Programa de Formadores de Mercado. “Lançamos o projeto porque vimos um potencial grande de crescimento no segmento de opções, mas é um mercado muito concentrado nas ações de Petrobras e Vale”, afirma Julio Ziegelmann, diretor de renda variável da BM&FBovespa.

Até o início do programa em setembro de 2011, as ações de Petrobras e Vale representavam 90% dos contratos de opções. De acordo com Ziegelmann, “são as opções mais líquidas do mundo”. A concentração excessiva, no entanto, acaba “travando” o desenvolvimento do mercado.

Como forma de desconcen-

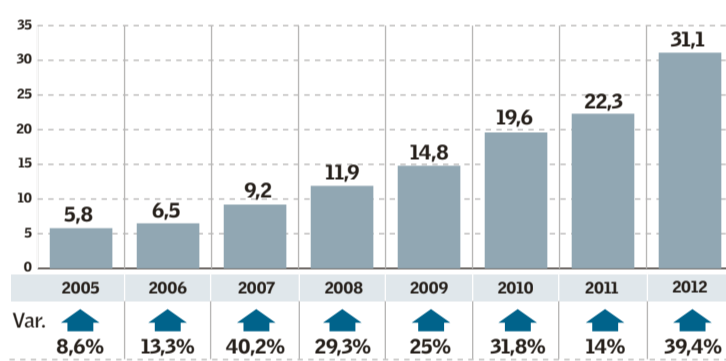


Julio Ziegelmann, da BM&FBovespa: ideia é aumentar o leque de opções

Um investimento de muitas opções

Bolsa brasileira é a maior do mundo em quantidade de operações

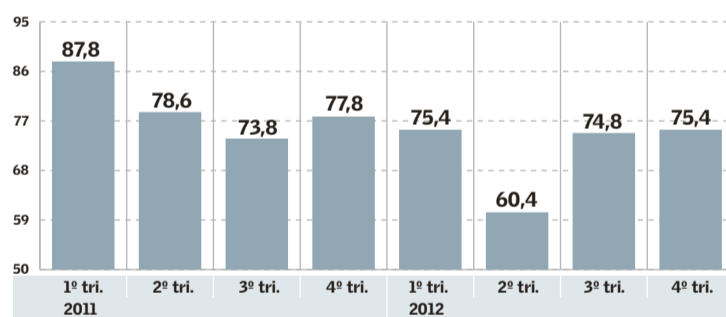
■ Número de negócios com opções (em milhões)*



Fonte: BM&FBovespa. * Derivativos de ações e índices da bolsa

Formador de Mercado reduz concentração

Participação de Petrobras e Vale no mercado de opções (%)



Fonte: BM&FBovespa

trar a negociação de opções, elevar a liquidez sobre outros ativos e estimular o alongamento dos prazos de vencimentos dos contratos, a bolsa criou o Forma-

dores de Mercado. Dentro do programa, uma instituição financeira contratada se compromete a garantir a liquidez de uma opção específica. Desse mo-

do, os contratos terão um preço, que sempre estará em linha com a cotação do último negócio.

“Fizemos o programa para abranger as dez opções mais líquidas do mercado depois de Petrobras e Vale e já planejamos ampliar, provavelmente, para mais dez ações”, afirma Ziegelmann. Entre os papéis, estão Bradesco, Banco do Brasil, Itaú Unibanco, BM&FBovespa, Cyrela, Gerda, PDG, OGX, CSN e o ETF do Índice Bovespa.

Como resultado, desde o lançamento do projeto até o último trimestre de 2012, a presença de Vale e Petrobras recuou para 75,4% do volume transacionado. Mas chegou a cair para 60,4% no segundo trimestre do ano passado. “A participação das dez ações que foram trabalhadas saiu de 10% para quase 30%.”

Um efeito do aumento de liquidez das opções dos papéis mais negociados na bolsa foi atrair mais investidores estrangeiros. As aplicações no segmento originadas de fora saltaram de 14,78% em 2011 para 26,42% no ano passado. O volume de transações de aplicadores do exterior subiu estratosféricos 79%, de R\$ 20,3 bilhões para R\$ 36,4 bilhões.

No grupo dos investidores institucionais e bancos, a participação cresceu de modo mais modesto: de 28% do volume negociado em 2011 para 29,3% no ano seguinte. “Trouxemos muitos ‘market makers’, o que estimulou a entrada de investidores estrangeiros e institucionais. Por isso, a gente acha que o efeito no mercado vai ser muito grande com o prosseguimento dos formadores”, diz o diretor de renda variável da BM&FBovespa.

Embora seja um segmento em franca expansão, há um consenso entre os especialistas de que o investidor pessoa física deve primeiro aprender a operar no mercado à vista de ações antes de se aventurar pelas opções.

“O segundo passo depois de conhecer a negociação tradicional é usar esses instrumentos como forma de proteção em operações cobertas. Só depois tentar operar com opções avançadas e outras estratégias mais complexas”, afirma Cardoso, da Título. Para Maurício Bastter, do site de educação financeira bastter.com, “só depois de acumular patrimônio na bolsa o investidor deveria considerar as opções”.

RADAR DO MERCADO

CS eleva preço, mas rebaixa BR Malls

Tatiane Bortolozzi

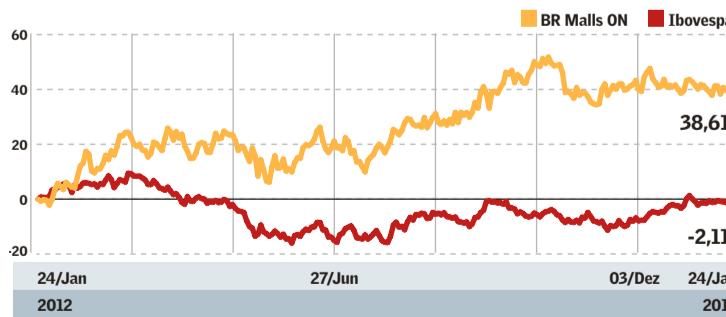
De São Paulo

Os analistas do banco de investimentos Credit Suisse (CS) reduziram a recomendação da administradora de shoppings centers BR Malls, de desempenho acima da média do mercado (“outperform”) para “neutra”, ao considerarem que diminuiu o espaço de valorização da ação e que as condições de crescimento da companhia serão mais difíceis neste ano. A instituição incorporou os resultados recentes e o cenário macroeconômico, além do desempenho do papel, e ajustou as estimativas.

Mesmo com o rebaixamento da recomendação, o preço-alvo das ações para os próximos 12 meses foi elevado de R\$ 28 para R\$ 31. A ação ordinária (ON, com direito a voto) da BR Malls avançou 38,61% nos últimos 12 meses encerrados dia 24, ante um recuo de 2,11% do Índice Bovespa em igual período. A empresa se beneficiou, segundo os analistas, de um excesso de demanda no

BR Malls x Ibovespa

Variações acumuladas - em % (base: 24/01/12)



Fonte: BM&FBovespa e Economica. Elaboração: Valor Data

setor e de um forte crescimento com a melhora operacional. “Mas a perspectiva para o curto prazo já não é tão atraente”, diz o relatório dos especialistas.

O Credit Suisse estima um recuo dos resultados nas vendas “mesmas lojas” — em estabelecimentos abertos há mais de um ano — e com alugueis nos próximos trimestres. As aquisições também serão mais difíceis que nos últimos três anos, pois os preços dos shoppings estão mais

altos e a concorrência aumentou, afirma o banco.

Os analistas do Credit Suisse ressaltam que a ação é negociada com um prêmio em relação ao setor em muitas métricas, como o EV/Ebitda (indicador que mostra o valor de mercado mais dívidas sobre resultado operacional). E esta distância tende a diminuir no curto prazo. Eles projetam uma taxa de crescimento mais perto de padrões normais, com um potencial de

valorização menor trazido pela recuperação de alguns ativos.

A perspectiva para o varejo também pode pressionar a companhia, afirmam os analistas. “As vendas ‘mesmas lojas’ para muitos varejistas podem desacelerar em 2013 e, aparentemente, o quarto trimestre de 2012 começou a mostrar esta tendência em muitas companhias, especialmente em lojas-âncora [grandes e conhecidas pelo público], com desempenho abaixo da inflação nos últimos 12 meses”, diz o relatório da instituição.

Em um cenário mais competitivo e menos otimista, a qualidade do portfólio será muito importante para sustentar taxas razoáveis de crescimento. A transição de ativos fora do núcleo do negócio para aqueles mais lucrativos pode ser um dos grandes objetivos da empresa neste ano, afirmam os analistas do CS. No setor de administração de shoppings, as preferências do banco são Multiplan, Aliansce, Sonae Sierra, BR Malls e Iguatemi, nesta ordem.