

Estratégias de Investimento no Mercado de Capitais Brasileiro Sob a Ótica de Warren Buffett

Resumo:

O presente artigo trata da questão relativa à aceitação da Hipótese de Eficiência dos Mercados (HME) por um gestor de carteiras que queira obter um retorno superior ao índice da bolsa de valores. Caso o gestor aceite a HME, bastaria que ele adotasse uma gestão passiva, com a manutenção de uma carteira que refletisse esse índice, para obter um retorno equivalente ao mercado. Não obstante, se o gestor entender que a HME pode ser violada, ele pode praticar uma estratégia ativa de gestão, comprando e vendendo as ações, para obter um retorno superior ao mercado. Trata-se da idéia de realizar o *Market Timing*. No caso deste artigo, optamos por apresentar uma linha alternativa de gestão de carteiras, no sentido de que haveria a manutenção das ações na carteira por um prazo longo, ou seja, não seria praticado o *Market Timing*, contudo seriam estabelecidas algumas premissas na escolha das ações que vão integrar o *Portfólio*. Nesse sentido, seriam adotados os Princípios do investidor americano Warren Buffet, que desenvolveu uma metodologia de seleção de ações para o seu portfólio que se mostrou vencedora, conforme atesta o desempenho da sua empresa de gestão de ativos. O artigo procura evidenciar que o uso da estratégia de Warren Buffet no período compreendido entre 1997 e 2007 teria proporcionado ganhos superiores aos obtidos com uma estratégia passiva de gestão de carteiras.

Palavras-chave: Hipótese dos Mercados Eficientes, Teoria das carteiras

Introdução

Constitui uma questão seminal na Teoria das Finanças e do Mercado de Capitais a investigação acerca da evidência empírica da hipótese de mercado eficiente. De acordo com esta hipótese, um mercado seria eficiente, se toda e qualquer informação nova e relevante, que impacte decisões de composição de *portfólio*, seja imediatamente refletida nos preços dos ativos que estão sendo transacionados neste mercado.

O aspecto mais importante decorrente da verificação da hipótese de eficiência do mercado consiste no fato de que, se ela existe, então não é possível ao investidor adotar alguma estratégia de seleção de ativos para conseguir obter uma performance superior a um *portfólio* de mercado, ou seja uma carteira que represente o mercado como um todo, tais como os índices *Dow Jones* e *BOVESPA*.

Bodie (2000) assinala que os gestores passivos de carteiras são aqueles que aceitam os preços dos ativos como sendo justamente estabelecidos, dessa forma, não seria necessário adotar qualquer estratégia de *trading* para maximizar o retorno do *portfólio*. Por sua vez, os gestores ativos são aqueles que montam estratégias de *trading*, na tentativa de antecipar os movimentos dos preços dos ativos e ganharem um prêmio adicional por essa gestão.

Por outro lado, existe uma evidência empírica interessante de gestão de carteiras, que envolve também uma estratégia geral de constituição de *portfólio*. Trata-se da estratégia adotada por Warren Buffet. Essa estratégia consiste em escolher para integrar a carteira algumas poucas ações de empresas que apresentam sucessivos retornos consistentes, com enfoque no longo prazo. Ou seja, não se trata de fixar a carteira de mercado e aguardar, mas sim de escolher dentre as ações disponíveis aquelas que possuem características de fluxos de caixa e retornos com uma certa constância no tempo. O fato é que Buffet apresentou ganhos no seu *portfólio* bastante superiores ao mercado como um todo, durante o período de 30 anos analisado.

O problema que este artigo procura solucionar consiste em responder a indagação: **os fundamentos da estratégia de Warren Buffet podem ser replicados no mercado de capitais brasileiro, com vantagens sobre uma estratégia de gestão passiva de carteiras?**

A suposição inicial dos autores desse *paper* aponta no sentido de que a estratégia de Buffet pode ser replicável, e assim pode funcionar como um instrumento de gestão capaz de proporcionar ganhos superiores numa estratégia de longo prazo.

Evolução histórica da Teoria de Formação de Carteiras

O marco doutrinário inicial da teoria financeira relativa ao risco e retorno foi o trabalho seminal de Harry Markowitz (1952), com o artigo *Portfolio Selection*, publicado no *Journal of Finance*. O referido pesquisador foi o primeiro a estabelecer a relação entre o risco e o retorno de um ativo. Ele estabeleceu as bases conceituais que permitiram associar os aspectos da relação custo-benefício presente nas decisões envolvendo investimentos com alto risco, por meio da diversificação.

Empregando métodos matemáticos e estatísticos, Markowitz demonstrou que, sob certas condições, a adoção de uma estratégia de diversificação de portfólio permite diminuir a parcela de risco individual que cada ativo incorpora ao portfólio. Não obstante, a construção do arcabouço teórico relativo à essa área da economia financeira foi sendo ampliado paulatinamente com a contribuição de outros pesquisadores.

Em seu artigo *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*, James Tobin (1958), utilizando-se do modelo de Markowitz, ressaltou a importância do estudo da preferência pela liquidez, vislumbrando a incorporação de um ativo livre de risco à carteira. No bojo do mesmo trabalho, Tobin sugere uma estratégia de alocação de *portfólio*, que ficou conhecida como teorema dos dois fundos ou teorema da separação. De acordo com essa proposição, um investidor deveria se defrontar com duas decisões fundamentais na construção da sua carteira: 1ª - a escolha do ativo arriscado que deveria ser combinado com o ativo livre de risco (o que deixa implícito que os *portfólios* devem incluir o ativo livre de risco), 2ª - a proporção de cada ativo no *portfólio* (que deveria ser o reflexo do grau de aversão ao risco do investidor).

Uma grande contribuição foi feita por William Sharpe (1964) em *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Sharpe, que era influenciado pelas idéias de Markowitz, partiu da premissa de que os investidores que se utilizavam da teoria da seleção de carteiras de Markowitz (valendo-se da relação existente entre as medidas estatísticas da média e variância com o retorno e o risco de uma carteira) compartilhavam das mesmas expectativas quanto aos retornos esperados, variâncias e covariâncias, embora possuíssem graus diversos de aversão ao risco, e que existiria um ativo livre de risco, com taxa de retorno R_f , com o qual poderiam tomar

emprestado ou emprestar qualquer quantia, a essa taxa. Estava dado o marco inicial ao que se denominaria *Capital Asset Pricing Model*, o CAPM. O modelo CAPM foi aperfeiçoado com a idéia de que os mercados financeiros seriam estruturas eficientes para a formação de preços dos ativos.

A teoria dos mercados eficientes foi desenvolvida por Fama em 1970. Basicamente, ele concluiu que os preços das ações refletem imediatamente os efeitos gerados por novas informações que chegam ao conhecimento dos agentes no ambiente do mercado. Assim, os movimentos de preços não são previsíveis porque os mercados são eficientes, ou seja, os ativos são precificados tão logo as informações estejam disponíveis. Dessa forma, não há espaço para ganhos anormais acima da média do mercado, por meio da antecipação dos movimentos dos preços, haja vista que as informações que surgirão em qualquer instante no futuro ainda são desconhecidas, logo, não podem influenciar os preços. A vasta quantidade de trabalhos versando sobre a validade da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) sugere que esta seja um dos conceitos fundamentais em teoria das Finanças mais discutido e contestado.

Sobre essa questão, vale lembrar o comentário de Paul Samuelson (Bernstein, 2008) no sentido de que não se deve aceitar a Hipótese dos Mercados Eficientes como dogma, embora acredite que a maioria dos casos de superação do mercado por um gestão de carteiras é uma mera questão de sorte. Para Samuelson as bolsas de valores exibem o que ele designa por microeficiência limitada, que se manifesta quando uma pequena minoria de investidores, dotada de recursos financeiros consideráveis, consegue obter ganhos operando no sentido contrário ao de uma enorme legião de apostadores do mercado, desinformados e impulsivos.

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME)

Em meados do século passado, os múltiplos pesquisadores de finanças não conseguiam estabelecer qualquer padrão previsível nos preços das ações, pois verificavam que as suas oscilações evoluíam aleatoriamente, fazendo com que o mercado parecesse irracional. No entanto, a partir dos trabalhos de Markowitz, surgiam algumas evidências no sentido de que o comportamento dos preços nos mercados assemelhavam-se a um movimento browniano, ou passeio aleatório (*random walk*), de tal forma que se tornou possível investigar o comportamento dos preços à luz do instrumental estatístico tradicional. O passo seguinte consistiu no estabelecimento dos parâmetros relevantes para a tomada de decisão em finanças, com base nesse instrumental. Assim, Markowitz associou a média ou retorno esperado de uma ação com a volatilidade desses retornos, constituindo um espaço de avaliação no qual os dois parâmetros, o retorno e o risco, estariam contidos. Markowitz não empregou na ocasião o termo risco, mas sim volatilidade, designando-o por σ , ao passo que a média dos retornos representava o retorno esperado da ação (R_{esperado}). Por meio de análises empíricas realizadas com esse instrumental é que Markowitz concebeu a possibilidade da diversificação influenciar a performance de uma carteira, no sentido da melhoria de sua utilidade (retorno *vis-à-vis* o risco incorrido).

Segundo a ótica da eficiência dos mercados, o mercado seria o *locus* onde as empresas e os investidores poderiam alocar os seus recursos em *portfólios*, de tal forma que os preços dos ativos sempre refletiriam inteiramente todas as informações disponíveis, sendo os mesmos formados pelo consenso dos participantes em relação aos efeitos dessas informações nas suas expectativas de retornos esperados.

Portanto, os preços livremente praticados são bastante sensíveis às novas informações introduzidas pelo ambiente conjuntural, pelo comportamento do mercado e pela empresa emitente do título, determinando ajustes rápidos nos preços. Assim, caso apareça qualquer informação indicando que uma ação está subprecificada e oferecendo oportunidade de ganhos, os investidores procurarão imediatamente comprá-la com ofertas que a colocarão em um novo nível justo de preço. Informação nova, por definição, precisa ser imprevisível, assim, preços de ações que mudam devido a uma nova informação também precisam cair ou subir de forma imprevisível.

Neste último caso, um investidor que sistematicamente fizesse boas avaliações, traduzindo o que a doutrina denomina por *Market Timing* (Mescolin *et alii*, 2000), seria capaz de obter uma maior performance na relação retorno/risco, comparativamente aos demais investidores, em razão de sua capacidade de identificar ativos supervalorizados ou subvalorizados. A estratégia do *Market Timing* consiste na capacidade do investidor prever, dentre duas ou mais classes de ativos, qual delas deverá obter o maior retorno, utilizando esta previsão com a finalidade de maximizar sua rentabilidade.

Assim, o *Market Timing* caracteriza a tentativa de prever o comportamento futuro do mercado, utilizando indicadores técnicos ou dados econômicos. Alguns investidores acreditam que é impossível prever o futuro do mercado. Outros investidores acreditam que é possível prever o que ocorrerá com as ações no futuro. Diversos autores demonstram que é muito difícil ganhar do mercado por um período prolongado. A maioria dos investidores não tem tempo para observar o mercado diariamente, e por isto alguns autores acreditam que é mais prudente pensar no longo prazo e esquecer os lucros imediatos, pois estes podem se tornar prejuízos imediatos.

Investidores e analistas que acreditam ou que trabalham com a estratégia do *market timing* utilizam a análise fundamentalista e a análise técnica. A análise técnica é baseada nos preços passados e volumes. Os analistas técnicos não tentam medir o valor intrínseco de um ativo, mas usam gráficos e outras ferramentas para identificar padrões que podem sugerir o que ocorrerá no futuro.

A análise fundamentalista se preocupa com o valor intrínseco de uma ação, examinando seus fatores econômicos, financeiros, qualitativos e quantitativos. Os analistas fundamentalistas tentam estudar tudo que possa afetar o valor de uma ação, incluindo fatores macroeconômicos e fatores individuais específicos, como a gestão das empresas, por exemplo. Não obstante o arcabouço teórico conceitual apontar no sentido da validação da HME, existem fatos que merecem uma análise mais cuidadosa, pois as anomalias de mercado são também evidenciadas empiricamente.

Longe de ser uma prova de irracionalidade do mercado, os preços que evoluem aleatoriamente resultam das interações entre investidores racionais, competindo em busca de informações relevantes antes do restante do mercado. De fato, se os movimentos fossem previsíveis, seria uma grande evidência da ineficiência do mercado, já que haveria informação disponível ainda não embutida no preço. De acordo com

Damodaran (1997), um mercado eficiente é aquele em que o preço de mercado é uma estimativa não-tendenciosa do valor real do ativo considerado, permanecendo implícitos algumas suposições nesta definição. A primeira delas refere-se ao fato de que a eficiência de mercado não exige que o preço de mercado seja igual ao valor real a cada instante. O requisito necessário é que os erros dos preços de mercado não sejam tendenciosos, ou seja, que os preços possam ser maiores ou menores do que o valor real, mas desde que estes desvios ocorram de forma aleatória. A segunda suposição trata da implicação de que haja uma igual probabilidade de que uma dada ação esteja sub ou superavaliada em qualquer instante do tempo, e que estes desvios não sejam correlacionáveis com qualquer variável observável.

Por fim, como última suposição, se os desvios dos preços de mercado em relação aos valores reais forem aleatórios, nenhum grupo de investidores poderia ser capaz de, sistematicamente, identificar ações subavaliadas ou supervalorizadas empregando qualquer estratégia de investimentos. É importante citar que a eficiência do mercado não implica a permanente presença de preços justos. A exigência básica é que os preços não sejam tendenciosos, ou seja, que os preços possam ser maiores ou menores do que o valor real desde que estes desvios sejam aleatórios.

De acordo com Fama *et alii* (1972), os modelos de incerteza de equilíbrio de mercado assumem que as expectativas dos agentes econômicos sejam homogêneas, ou seja, que os participantes do mercado concordam com as implicações acerca das informações disponíveis para os preços correntes, bem como, para a distribuição de probabilidade dos preços futuros dos investimentos de capital individuais.

Dessa forma, o mercado possuiria algumas características desejáveis: o preço dos títulos fornece sinais para uma eficiente alocação de recursos, ou seja, as firmas podem realizar suas decisões de investimentos e os consumidores podem escolher entre os diversos títulos representativos das propriedades das empresas, sob o pressuposto de que eles refletem, num dado tempo, todas as informações disponíveis.

Fama, reconhecendo que a definição clássica de mercado eficiente era muito geral e difícil de ser testada propôs três níveis de eficiência: (i) nível fraco, nenhum investidor poderia obter retornos em excesso mediante a análise dos preços históricos, ou seja, as informações contidas nos preços (ou retornos) passados não seriam úteis ou relevantes na obtenção de retornos extraordinários; (ii) nível semi-forte, nenhum investidor poderia auferir um retorno em excesso baseado em informações públicas tais como relatórios anuais, notícias publicadas etc, além de séries históricas de preços; e (iii) nível forte, nenhum investidor poderia auferir um retorno em excesso baseado em qualquer informação, mesmo com base em informações confidenciais.

Os resultados da pesquisa de Fama apontaram, ao mesmo tempo, tanto algumas evidências favoráveis, quanto outras que invalidavam a hipótese, as quais são tratadas como anomalias. Anomalias são fenômenos de mercado que não podem ser explicados pelos tradicionais modelos de risco, ou seja, são irregularidades observadas no mercado acionário que não são explicadas pela teoria ou pela prática institucional.

As anomalias têm sido detectadas principalmente por pesquisadores de análise fundamentalista que se utilizam de muitas informações para avaliação de preço. Dentre elas encontra-se a subavaliação de empresas, que possuem as seguintes características: (i) com baixo valor de mercado; (ii) com alto grau de endividamento; (iii) com maior índice valor contábil sobre valor de mercado; (iv) com maior índice preço/lucro; (v) com menor liquidez das ações etc. No entanto, os defensores da hipótese do mercado eficiente minimizam tais resultados, argumentando que as anomalias se devem a vieses na seleção das amostras.

Não obstante, é preciso destacar que, entre os aspectos que contribuem para a existência de imperfeições do mercado, destacam-se: a não homogeneidade das expectativas dos investidores com relação ao comportamento esperado do mercado, o acesso desigual das informações pelos investidores, e as diferenças de qualificação e habilidade para interpretá-las.

Nesse contexto de baixa eficiência, a preocupação principal estaria em avaliar se os modelos financeiros produzem resultados mais significativos. Os investidores atuam no mercado procurando tirar proveito econômico dos desvios temporários dos preços. O ajuste de preço a cada nova informação introduzida é dependente da capacidade de interpretação e amplitude de sua divulgação entre os participantes. A preocupação da

unidade tomadora de decisões deve estar preferencialmente voltada para identificação dos inúmeros eventos que indicam as imperfeições do mercado.

O Market Timing

Existem investidores que conseguem vencer o mercado por alguns períodos, perdendo em outros mais adiante, porém manter a frente ao longo de anos tem sido tarefa para poucos. Nesse contexto podemos citar o exemplo de sucesso representado por Warren Buffett e sua estratégia de composição de *portfólio*. Mas, afinal de contas, quem é Warren Buffett? Ele é um investidor do mercado de capitais norte-americano que tem se destacado pela capacidade de obter uma performance em sua gestão de carteiras superior ao retorno do índice S&P 500 com certa frequência, ou seja, considerando-se que o referido índice pode ser reconhecido como uma *Proxy* representativa de uma mercado diversificado e eficiente, a estratégia de Warren Buffett consegue obter retornos superiores ao longo do tempo.

De acordo com Hagstrom (2008), Buffett graduou-se em administração pela *University of Nebraska* e obteve o grau de mestre em economia pela *University of Columbia*. Seus primeiro empreendimento de sucesso foi a *Buffett Partnership Inc.*, uma empresa de investimentos que capitalizou nada menos do que uma média de 29,5% ao ano ao longo de 13 anos consecutivos. No mesmo período o Índice *Dow Jones*, que pode ser também entendido como uma *Proxy* de carteira de mercado eficiente, evidenciou em 5 anos diferentes, retornos negativos. Mas foi em 1962, ao comprar a primeira participação da *Berkshire Hathaway*, uma empresa têxtil, que Buffett consolidou sua trajetória de sucesso. Em 1964 assumiu o controle da *Berkshire* e, desde então, o seu patrimônio líquido cresceu de 22 milhões para 69 bilhões de dólares em 40 anos. De 1965 a 2003, em apenas 5 anos o valor contábil das ações de sua empresa controladora não cresceram acima do índice S&P 500. Em todos os outros anos, a *Berkshire* acumulou um crescimento anual composto de cerca de 22,2%.

O exemplo de Warren Buffett não serve apenas para grandes investidores que possuem alguns milhões de dólares para investir na aquisição de controle das empresas. Para Warren Buffett, comprar lotes de ações e comprar empresas inteiras são dois procedimentos regidos pelos mesmos princípios. Dessa forma, é possível compreender os fatores que permitiram que Buffett tomasse decisões sobre investimentos. Ao longo dos últimos 40 anos, esta estratégia, denominada estratégia Warren Buffett, tem se mostrado vencedora.

Segundo Hagstrom (2008), o fator mais característico da filosofia de investimentos de Buffett é o entendimento claro de que, ao comprar participações em ações, ele possui negócios, e não pedaços de papel.

Assim, em contrapartida ao conflito entre as estratégias ativa e passiva, Warren Buffet sugere um tipo de administração ativa de carteira, que ele denomina como sendo o investimento focado. A estratégia focada consiste em escolher poucas ações de empresas que vêm apresentando sucessivos retornos consistentes, com enfoque no longo prazo. Buffet acredita que é possível obter retornos anuais acima dos índices de mercado. O referido autor cita as regras de ouro do investidor focado:

- (i) Concentre seus investimentos em empresas excelentes conduzidas por uma administração forte.
- (ii) Limite-se a empresas que consiga verdadeiramente entender. Um número entre 10 e 20 é bom; mais de 20 é procurar problema.

- (iii) Escolha as melhores destas boas empresas e concentre a maior parte de seus investimentos.
- (iv) Pense no longo prazo: um mínimo de cinco a dez anos.
- (v) A volatilidade é um fator. Continue firme.

Nesse sentido, observando o elenco de assertivas da regra de ouro de Warren Buffett e a proposta de diversificação sugerida pela gestão passiva de carteiras, que considera pouco provável que um investidor médio consiga superar o mercado consistentemente no tempo, é possível inferir que Warren Buffet não segue a teoria moderna do portfólio, pois possui de 10 a 12 ações em sua carteira, sendo que algumas carteiras mais diversificadas possuem em torno de 20 ações e as carteiras de alguns fundos mútuos possuem muito mais. Na verdade, existem alguns investimentos que são um espelho do índice Bovespa ou, no caso dos Estados Unidos, do índice Dow Jones, cuja estratégia é diversificar o número de ações e acompanhar a carteira de mercado.

Segundo Buffet, sua carteira possui apenas 10 a 12 ativos não porque ele acredita que seja o número necessário para evitar o risco, mas este seria um número ideal para o estilo de investimento dele. Buffet não considera a diversificação a melhor forma de gerenciar o risco. Sua gestão de risco é baseada na disciplina dos investimentos e na análise fundamentalista da empresa, ou seja, na análise de seus fundamentos microeconômicos e macroeconômicos. Para tanto, Buffet enuncia alguns princípios que devem orientar a escolha de ações que devem ingressar no seu portfólio. Os princípios de Warren Buffet se dividem em quatro grandes áreas, a seguir elencadas:

- (i) Princípios de negócios: O negócio é simples e fácil de entender?; O negócio tem um histórico operacional consistente?; O negócio tem perspectivas favoráveis de longo prazo?
- (ii) Princípios de gestão: A administração é racional?; A administração é honesta com seus acionistas?; A administração resiste ao imperativo institucional?
- (iii) Princípios financeiros: Qual é o retorno sobre o patrimônio líquido?; Quais são os lucros do proprietário da empresa?; Quais são as margens de lucro?; A empresa criou pelo menos um dólar de valor de mercado para cada dólar retido?;
- (iv) Princípios de valor: Qual é o valor da empresa?; Ela pode ser comprada com um desconto significativo em relação ao seu valor?

A Estratégia de Warren Buffet aplicada ao mercado brasileiro

Para que possamos simular a adoção da estratégia de Warren Buffet no ambiente de mercado de capitais no Brasil, tomaremos por base a carteira teórica de mercado vigente há cerca de uma década atrás, e então aplicaremos os princípios de investimentos desse investidor, de tal forma a selecionar ações para uma carteira baseada nesses critérios. A seguir apresentamos a carteira teórica do índice Bovespa (IBOVESPA) no final de 1997:

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA TEÓRICA IBOVESPA (SETEMBRO A DEZEMBRO/1997)			
CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	PART. (%)
ACE4	ACESITA	PN*	0,28
ARC6	ARACRUZ	PNB	0,32
BES4	BANESPA	PN*	0,99
BEL3	BELGO MINEIR	ON*	0,11
BEL4	BELGO MINEIR	PN*	0,12

BBD4	BRADESCO	PN*EJ	2,56
BRH4	BRAHMA	PN*INT	1,32
BB 3	BRASIL	PN*	1,21
BMT4	BRASMOTOR	PN*	0,59
CMI3	CEMIG	ON*	0,68
CMI4	CEMIG	PN*	3,10
CES4	CEVAL	PN*	0,25
FAP4	COFAP	PN	0,14
CPN5	COPENE	PNA*	0,24
CPS3	COPEL	ON*	0,09
CSI6	COSIPA	PNB	0,37
DUR4	DURATEX	PN*	0,11
REP4	ELECTROLUX	PN*	0,34
ELE3	ELETRON	ON*	5,28
ELE6	ELETRON	PNB*	4,97
ELP6	ELETRON	PNB*	0,68
ERI4	ERICSSON	PN *	1,03
INE4	INEPAR	PN * INT	0,84
PTI4	IPIRANGA	PET PN *	0,28
ITA4	ITAUBANCO	PN * EJ	0,77
ITS4	ITAUSA	PN	0,39
KLA4	KLABIN	PN	0,28
LIG3	LIGHT	ON *	0,85
LIP3	LIGHTPAR	ON *	0,71
PMA4	PARANAPANEMA	PN *	0,17
PAL3	PAUL F LUZ	ON *	0,55
PET4	PETROBRAS	PN *	6,95
BRD4	PETROBRAS BR	PN *	0,51
SCO4	SADIA CONCOR	PN	0,39
SHA4	SHARP	PN *	0,66
CSN3	SID NACIONAL	ON *	0,79
CST6	SID TUBARAO	PNB*	0,46
CRU3	SOUZA CRUZ	ON	0,26
TEL3	TELEBRAS	ON *	6,67
TEL4	TELEBRAS	PN *	41,77
TEP4	TELEPAR	PN *	0,30
TER4	TELERJ	PN *	0,62
TLS3	TELESP	ON *	0,71
TLS4	TELESP	PN *	2,92
UNI6	UNIPAR	PNB	0,20
USI4	USIMINAS	PN EJ	1,97
PSI4	V C P	PN *	0,16
VAL4	VALE R DOCE	PN EJ	3,39
WHM3	WHIT MARTINS	ON	0,44
			100,00

Fonte: www.bovespa.com.br

Na simulação realizada neste artigo foram escolhidas algumas empresas com base nos princípios de Buffet, supondo a constituição de uma carteira em 1997 e realizando o acompanhamento dessa carteira ao longo dos dez anos seguintes, de tal forma a comparar o desempenho da mesma com a evolução do índice IBOVESPA no período. Algumas das ações eleitas como tendo as características desejáveis por Warren Buffet são: BRADESCO (BBD4); BRAHMA (BRH4); BANCO DO BRASIL (BB3) ; VALE DO RIO DOCE; TELESP; PETROBRAS. Passamos a analisar cada uma delas.

O Bradesco foi escolhido pelo fato de ser o maior banco privado do Brasil e por ser aquilo que ele designaria como um negócio é fácil de entender. Basicamente, bancos sobrevivem do spread. Além disso, o risco dos bancos no Brasil tem sido relativamente baixo. Ao longo de vários anos, os bancos têm adquirido títulos do governo, reduzindo o risco a níveis mínimos. Os empréstimos feitos a empresas privadas ou pessoas físicas incluem taxas de juros elevadíssimas. Vejamos algumas características apresentadas por uma análise do DIEESE sobre o Bradesco em 1998, que reforçam nosso ponto de vista.

“III - Situação Patrimonial

O Bradesco ampliou em 16,6% o volume de seus ativos, alcançando R\$49,4 bilhões ao final de 1998 (ver Tabela 2). Quanto à sua composição destaque-se que o saldo de Operações de Crédito permaneceu em R\$ 16,5 bilhões, paralisando a trajetória ascendente do ano anterior, o que expressa uma postura conservadora diante da mudança de rumo da economia pós crise asiática, precavendo-se de uma possível elevação da inadimplência.

IV - Lucro, Receitas, Despesas e Outros Indicadores

Em 1998, o Bradesco apurou um Lucro Líquido de R\$ 1.012,4 milhões, 21% acima do registrado no ano anterior, atingindo uma rentabilidade patrimonial de 16,0% (ver Tabelas 4 e 5).

Warren Buffett provavelmente incluiria a Brahma em seu portfólio de ações brasileiras pelo mesmo motivo que investiu na Coca-Cola e na *Budweiser* nos Estados Unidos. A Brahma, hoje Ambev, era e continua sendo uma marca muito forte no mercado de cervejas no Brasil, o que representa um fluxo de caixa bastante regular, típico de uma empresa madura. O principal motivo que levaria Buffett a escolher a Brahma seria o fato de que a sua administração se tornara muito agressiva e competitiva, e começava a fazer aquisições e aumentar sua fatia de mercado. Vejamos alguns dados sobre a Brahma antes da sua fusão com a Antártica no Brasil:

“Em 1989, o Grupo Garantia comprou a Brahma e introduziu grandes mudanças no mercado de cervejas Os novos dirigentes adotaram uma administração agressiva, implementando um profundo e extenso processo de expansão, modernização e busca de eficiência. A empresa mudou radicalmente suas estratégias, passando a utilizar política agressiva de promoção de vendas, de redução de custos, de aumento da capacidade produtiva e de expansão internacional.

No início da década de 90, a participação somada da marca Brahma era de 38% superando a da Antartica. No ano de 1994, a Brahma incorporou a Cia. Anónima Cervecera Nacional, na Venezuela, e inaugurou uma fábrica na Argentina. No ano seguinte, concluiu acordo com a norte-americana Miller Brewing Company e passou a produzir e distribuir a cerveja Miller no Brasil.

A cerveja Brahma manteve-se líder de mercado por quase toda década de 90; apesar disso tanto a marca Brahma como a Antartica perderam fatias do mercado devido ao crescimento de concorrentes como a cerveja Kaiser e Schincariol e da própria Skol, marca associada ao grupo Brahma, que obteve um impressionante avanço, e chegou à liderança em 1998, com 27% do mercado”.

Provavelmente o Banco do Brasil também estaria na relação de ativos selecionados. Os motivos que levariam Warren Buffett a escolher o Banco do Brasil são similares aos motivos que o levariam a escolher o Bradesco. Os bancos no Brasil via de regra tiveram fluxo de caixa regular, com boa lucratividade. Os crônicos déficits governamentais permitiram um bom ganho sem riscos com os títulos públicos. O Banco do Brasil tem um papel especialmente importante neste quadro, pois sempre foi um importante instrumento de fomento à agricultura no Brasil. A folha do funcionalismo público federal é, em grande parte, paga por meio do Banco do Brasil, o que tende a gerar negócios.

A seguir apresentamos alguns dados do Banco do Brasil em 1997, os quais comprovam a sua saúde financeira:

Resultados	R\$ milhões
------------	-------------

	2000	1999	1998	1997
Lucro líquido	974	843	870	574
Receitas de Prestação de Serviços	3.145	2.803	2.785	2.538
ROE* (%)	12,2	11,6	13,1	9,6
RPS/Despesas Administrativas (%)	38,2	36,2	34,2	30,3
*Lucro Líquido/Patrimônio Líquido				

Fonte: http://www44.bb.com.br/portal/bb/ri/relat/relatorio2000/anual/html/grandes_numeros/index.htm

É possível verificar que seu lucro líquido aumentou de forma contínua ao longo dos anos. Mesmo após a crise asiática, o banco teve um crescimento muito grande em seu lucro. Além disso, os aspectos operacionais do negócio também se mostraram bastante interessantes, conforme verificamos na tabela a seguir:

Patrimoniais e não Patrimoniais	R\$ milhões					
	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Ativos Totais	138.363	126.454	129.564	108.916	82.663	79.855
Patrimônio Líquido	7.965	7.271	6.630	6.003	5.592	3.466
Operações de Crédito*	36.013	29.006	28.544	26.081	25.717	33.966
Depósitos*	65.687	72.214	61.039	55.305	45.196	54.313
Administração de Rec. de Terceiros (Anbid)	48,1 bi	35,2 bi	38 bi	23 bi	18,9 bi***	9,3 bi***
Índice de Cobertura (%)****	99	104,7	90	140,8	111,9	75,9
* Sem o efeito da provisão						
**À vista, a prazo, poupança, interfinanceiros						
***Fundos de investimento						
****Até 1999 = Provisões (Atraso +CL) – Em 2000= Provisões/Operações classificadas como riscos E, F, G e H						

Fonte: http://www44.bb.com.br/portal/bb/ri/relat/relatorio2000/anual/html/grandes_numeros/index.htm

Uma análise do negócio operado pela Cia Vale do Rio Doce faria com que essa empresa fizesse parte de uma carteira teórica brasileira, que seguisse os princípios de Warren Buffett. A empresa foi privatizada em 1997. Portanto, havia uma maior possibilidade de que sua gestão se tornasse mais eficiente. O produto vendido pela Vale evidenciou um crescimento de sua demanda ao longo dos anos em todo o mundo. O minério de ferro, componente principal de suas receitas, é utilizado em diversas aplicações. Quando a empresa foi privatizada, ela ficou com grande parte das reservas de minério no Brasil. Existiam alguns aspectos e informações sobre a Vale do Rio Doce, em 1997, que seriam determinantes para incluí-la no portfólio. Em primeiro lugar havia o fato de que a Companhia Vale do Rio Doce era um dos maiores produtores e exportadores mundiais de minério de ferro e pelotas e uma das principais produtoras globais de manganês e ferro-ligas. Suas atividades produtivas eram realizadas em 11 estados brasileiros e no exterior, tais como nos Estados Unidos (aço), na França (ferro-ligas de manganês), e em Bahrain (pelotização). As principais linhas de negócios da empresa foram agrupadas em:

- minerais ferrosos: minério de ferro e pelotas, manganês e ferro-ligas;
- minerais não-ferrosos: ouro, caulim, potássio e cobre (em desenvolvimento);
- logística: ferrovias, terminais marítimos e navegação;
- energia: geração de energia elétrica; e

- participações societárias: alumínio, aço e fertilizantes.

O quadro a seguir destaca o acerto de uma escolha como esta para integrar o portfólio.

DESEMPENHO ECONÔMICO INDICADORES FINANCEIROS SELECIONADOS VALE DO RIO DOCE					
R\$ milhões	1997	1998	1999	2000	2001
Receita operacional bruta	3.198	3.382	4.397	5.169	6.617
Receita operacional líquida	3.101	3.274	4.272	4.980	6.385
Lucro bruto	1.149	1.500	2.279	2.449	3.124
Margem bruta	37,1	45,8	53,3	49,2	48,9
Lucro operacional	822	1.133	1.408	1.800	924
Lucro líquido	756	1.029	1.252	2.133	3.051
Volume de vendas (mil toneladas)					
Produtos e serviços	1997	1998	1999	2000	2001
Minério de ferro	84.364	85.288	81.594	101.194	114.563
Mercado externo	63.491	62.314	59.663	66.313	77.441
Mercado interno	20.873	22.974	21.931	34.881	37.122
Pelotas	17.543	14.264	14.731	15.546	15.385
Mercado externo	16.497	13.668	12.919	13.330	12.598
Mercado interno	1.046	596	1.812	2.216	2.787
Ouro (kg)	18.320	17.678	17.181	17.387	15.815
Mercado externo	17.808	15.315	15.772	17.370	15.815
Mercado interno	512	2.363	1.409	17	-
Manganês	1.103	942	777	1.300	215
Mercado externo	750	635	588	876	77
Potássio*	566	645	579	561	503
Serviços de transporte	101.915	108.307	100.472	107.103	92.089
Ferrovias*	63.191	66.371	60.496	65.945	60.371
Serviços portuários*	38.724	41.936	39.976	41.158	31.718

*venda de produto e prestação de serviço apenas no mercado interno

Fonte: www.cebds.org.br/cebds/pub-docs/relatorio-sustentabilidade/rel-2002-br/vale-rio-doce.pdf

Como é possível verificar, a empresa aumentou suas vendas após a privatização e manteve um volume elevado de vendas ao longo dos anos.

Por fim, como última integrante de uma carteira teórica construída com base nas premissas de investimentos de Warren Buffett, entendemos que a Petrobras se enquadraria perfeitamente nos requisitos. Essa escolha estaria baseada no fato de que se trata de uma empresa cujo negócio envolve um insumo estratégico para todos os mercados, cujos preços tenderiam para uma elevação, em que pese o fato de que nos anos 90 o preço do petróleo ainda não havia mudado de patamar. Ademais, a Petrobras possuía uma reconhecida competência na prospecção e descoberta de novas jazidas em plataformas *off-shore*, o que representava então um forte potencial de valorização, conforme depois se verificou. Não obstante o fato de que se tratava, e ainda se trata de uma empresa estatal, e por essa razão bastante influenciada por decisões políticas, tal

circunstância não chegou a comprometer o desempenho da companhia. O potencial de expansão do negócio do petróleo aumentou muito com o fim do monopólio estatal em 1997.

Uma vez escolhidas as ações que deveriam compor o portfólio montado com base na estratégia de Warren Buffett, passamos a analisar a simulação de uma carteira teórica que incorporasse a composição sugerida. Nessa carteira optou-se por escolher um número pequeno de ações, com proporções iniciais iguais de cada ação nesse portfólio. Ao mesmo tempo, coligimos os dados relativos à evolução da carteira teórica do Ibovespa no mesmo período, que adotamos como *proxy* de uma carteira de mercado, para que pudéssemos comparar seu desempenho com a carteira teórica de uma estratégia Warren Buffett. O quadro a seguir apresenta a evolução dos preços entre 1997 e 2007, para que se possa extrair o retorno no período.

	1997	2007	Retornos 97/2007
IBOVESPA (pts)	10196,5 pontos	63886,1 pontos	526,55%
Carteira Warren Buffett	R\$ 3,36	R\$ 58,37	1353,63%
Banco do Brasil	R\$ 2,40	R\$ 30,40	1168,78%
Bradesco	R\$ 4,11	R\$ 37,88	822,18%
Vale do Rio Doce	R\$ 1,87	R\$ 50,75	2612,45%
Petrobras	R\$ 3,26	R\$ 44,20	1255,83%
Ambev	R\$ 12,75	R\$ 128,64	908,92%

Fonte: os autores

É possível verificar que a adoção de uma estratégia de composição de portfólio, dentre as ações integrantes do IBOVESPA, baseada nos princípios de investimento de Warren Buffett, teria apresentado um desempenho em termos de retorno bastante superior à adoção de uma estratégia passiva de portfólio que optasse por manter a carteira de mercado, assumindo integralmente a Hipótese dos Mercados Eficientes.

Nesse sentido, o retorno de 1.353% auferido pela carteira de Warren Buffett é bastante expressivo, comparando-se com o retorno do Ibovespa no período, que foi de 526%, para que se atribua apenas ao mero acaso a superioridade de adoção dessa estratégia de composição de portfólio.

Conclusão

O exercício de simulação que fizemos evidenciou uma superioridade na estratégia que adotasse os princípios de investimento de Warren Buffett, em face de uma estratégia passiva que acompanhasse a Hipótese dos Mercados Eficientes. Nesse

sentido, confirma-se a suposição inicial, qual seja, a de que é possível replicar a estratégia de Warren Buffett no mercado de capitais do Brasil.

Não obstante, a despeito de os dados empíricos terem comprovado a suposição inicial, não podemos afirmar que tal circunstância seja suficiente para negar a Hipótese dos Mercados Eficientes, haja vista que o mercado de capitais no Brasil sofreu uma forte turbulência no período considerado, fruto de medidas macroeconômicas que acompanharam as mudanças políticas no início da década dos anos 2000.

O presente artigo não pretendeu evidenciar a inconsistência da HME. Ao contrário, convém observar que a estratégia preconizada por Warren Buffett não acolhe a possibilidade de realização de *Market Timing*, ou seja, de adoção de estratégias sistemáticas de antecipação dos movimentos de preços no mercado de capitais. Ocorre que apenas as premissas da HME provavelmente não são capazes de explicar a complexidade do sistema econômico no qual estão inseridos os mercados financeiros.

Referências

BERNSTEIN, PETER L. A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

BODIE, ZVI *et alii*. Fundamentos de Investimentos. Tradução Robert Brian Taylor. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

DAMODARAN, ASWAT. Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo; tradução de Bazan Tecnologia e Linguística – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed.,1997.

FAMA,EUGENE F. & MILLER, MERTON H. The Theory of Finance. Hinsdale, Illinois: Dryden Press, 1972.

MARKOWITZ, HARRY. *Portfolio Selection. The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.

MESCOLIN, ALEXANDRE *et alii* . Market Timing no Brasil: análise de resultados antes e depois do Plano Real, em Mercado de capitais: análise empírica no Brasil / Newton Carneiro Affonso da Costa Jr., Ricardo Pereira Câmara Leal, Eduardo Facó Lemgruber (organizadores). – São Paulo: Atlas, 2000. – (Coleção COPPEAD de Administração).

SHARPE, WILLIAM F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of finance*, XIX, p.425-443, September, 1964.

TOBIN, JAMES. Liquidity preference as Behavior toward Risk. Reprinted from *The Review of Economic Studies*, n. 67, February, 1958.

Sítios visitados:

www.cnbcut.com.br/dieese/Bradesco98.doc

http://www44.bb.com.br/portal/bb/ri/relat/relatorio2000/anual/html/grandes_numeros/index.htm

www.cebds.org.br/cebds/pub-docs/relatorio-sustentabilidade/rel-2002-br/vale-rio-doce.pdf

casesdesucesso.files.wordpress.com/2008/03/ambev.pdf

www.acaoereacao.net/arquivo10.html

<http://www.investinfo.com.br/Temp/N055576P.pdf>