



Newsletter

Value Investing Brasil

Amostra

Número 2 • Abril de 2009

V1.02

NESTA EDIÇÃO:

- 01 **JAMES MONTIER**
Société Générale, Londres
- 10 **DICA DE INVESTIMENTO**
Bojlesen Capital, São Paulo
- 12 **CONFERÊNCIA CIMA 2009**
Columbia University, Nova York
- 14 **REFLEXÕES DE VALOR**
- 15 **ESPECIAL: WARREN BUFFETT**
Trechos da carta aos acionistas, 2008

CARO LEITOR

É com grande satisfação que publicamos esta segunda edição.

Como muitos já sabem, uma característica de nossa newsletter é não ter datas definidas para circulação. Em vez disso, preferimos focalizar no conteúdo, preparando cada edição sem comprometer a qualidade das informações que levamos a nossos leitores.

Nestas páginas, incluímos nossa recente e exclusiva entrevista com James Montier, uma dica de investimento compartilhada pelo value investor Christian Bojlesen, trechos da Conferência CIMA 2009, realizada em Nova York, e excertos da carta introdutória do relatório anual da Berkshire Hathaway, escrita por ninguém menos que Warren Buffett!

Aproveite a leitura.

Rui Tabakov Rebouças

Sócio-gestor
Tabakov Capital, LLC

ENTREVISTA VALUE INVESTING BRASIL

JAMES MONTIER

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, LONDRES

Autoridade em Finanças Comportamentais, especialista em vendas a descoberto, estrategista premiado e value investor inveterado. Esse é James Montier, um dos investidores que mais se destacaram em 2008, por ter corretamente diagnosticado bolhas formadas em diferentes mercados, identificado suas respectivas correções e previsto o processo deflacionário que sofreriam várias classes de ativos. Leia a seguir nossa entrevista.



James, em primeiro lugar, agradecemos sua participação no Congresso Value Investing Brasil de 2008. Ficamos lisonjeados com sua visita ao Brasil para participar do evento.

Foi um prazer!

Os mercados já anteciparam a maior parte do aperto econômico que o mundo vai sofrer com a crise atual?

Alguns mercados anteciparam mais do que outros. Os títulos de dívida já estão precificando a mais alta taxa de inadimplência desde a Grande Depressão [figura 1]¹ e apresentando muitas oportunidades de valor.

Alguns mercados acionários, como o do Reino Unido, outros na Europa e o Japonês já estão subavaliados de acordo com uma medida que usamos, o “Índice P/L Graham e Dodd” — preço atual dividido pela média móvel de dez anos do lucro, que absorve e nivela distorções do ciclo econômico.

Sob essa medida, o mercado americano está sendo negociado perto de 16 vezes o lucro [figura 2], a média histórica desde 1881 (excluindo-se os anos da Bolha TMT). Como classe de ativo, ações estão começando a ficar atrativas. Considerando empresas individuais, o mercado está oferecendo algumas excelentes oportunidades, realmente a preços de pechincha.

¹ Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos pelo editor.

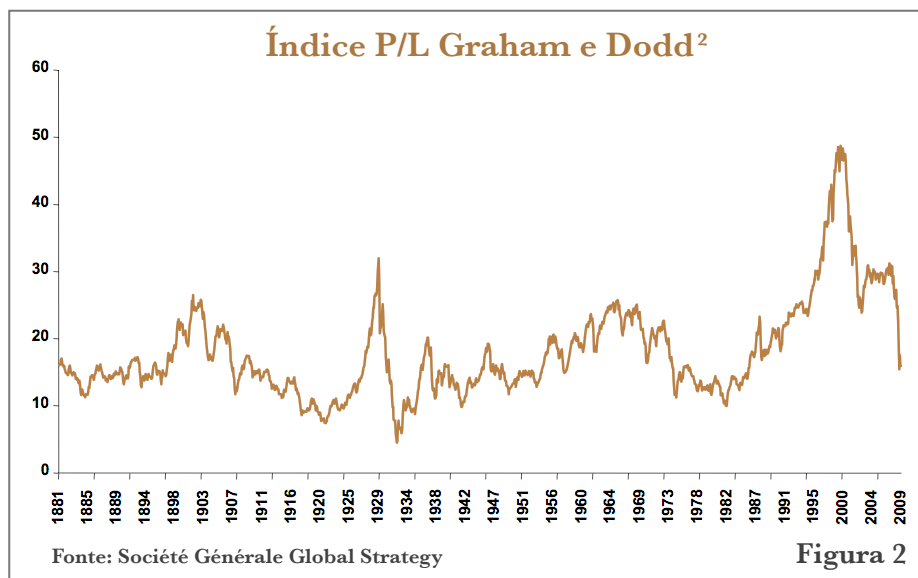


Mercados freqüentemente exageram para cima e para baixo. De onde estão, ainda podem cair bastante?

Com certeza. Tentar acertar o *timing*   sempre arrogante. Se tivéssemos o dom da presciência, comprar amos apenas no ponto mais baixo. Infelizmente, somos obrigados a lidar com nossas limita es e adotar um processo de aloca o de capital lento e constante — já iniciado. Isso dito, quem preferir pode esperar um pouco. Não sou contra a estratégia de se renunciar aos ganhos em um revigoramento inicial para que também não se corra o risco de “segurar a faca em queda”. Comprarei cedo demais? Muito provavelmente sim.

Sob uma perspectiva histórica, o mercado americano pode ficar bem mais barato...

Sim. Um mercado bem barato (e certamente possível) implicaria um P/L Graham e Dodd de dez, que equivale ao  ndice S&P 500 ao redor de 520. O limite mínimo de *valuation* dos últimos 130 anos foi um P/L Graham e Dodd de cinco, no ponto mais baixo da Grande Depressão. Contudo, acredito ser praticamente impossível atingirmos esse ponto no mundo de hoje, cheio de investidores profissionais constantemente procurando por oportunidades.



Você utiliza algum indicador de sentimento?

Sim. Em 2001 criei um indicador de sentimento chamado “ ndice medo e ganância”, que consiste em uma compara o dos preços, ajustados para o risco, de a es e títulos de d vida em mercados ao redor do mundo [figura 4].

O fato de muitos investidores estarem pessimistas não é indicador de que deveríamos estar mais otimistas?

Entendo a preocupa o, já que uma das características do value investor é muitas vezes ter uma opinião contrária.

Mas há ocasiões em que o consenso está correto. A questão se resume a quanta importância atribuímos a opiniões e   precifica o de ativos. Não atribuo muita importância ao consenso pois muita gente diz como *gostaria de estar* alocando capital em vez de como *está* alocando, efetivamente. Prefiro os preços dos ativos, em última instância, como indicadores do consenso.

Muitos profissionais precisam estar investidos, mesmo quando pessimistas, pois, caso contrário, perdem clientes (que não querem pagar um gestor que mantenha posi o significativa em caixa).

(continua na página seguinte)

² Por cortesia do Fundamentus, incluímos um  ndice P/L Graham e Dodd do mercado brasileiro [figura 3], calculado de 2001 a 2008, utilizando-se a média móvel de três anos do lucro das 160 empresas mais negociadas no período. Alertamos que três anos nivelam menos as distor es do ciclo econ mico do que os dez anos utilizados por Montier.

DICA DE INVESTIMENTO:**CHRISTIAN BOJLESEN**

BOJLESEN CAPITAL, SÃO PAULO

Após a queda violenta sofrida pelo Ibovespa em 2008 (o nível do índice é hoje cerca de 60% de seu pico histórico, em maio do ano passado), as oportunidades para investidores certamente são mais numerosas.

Christian Suppo Bojlesen, gestor da Bojlesen Capital, em São Paulo, compartilhou conosco, no mês passado, uma de suas melhores sugestões de investimento, o Paraná Banco (PRBC4), e explicou porque considera essa uma excelente alternativa para investidores com horizonte de longo prazo. Leia a seguir sua tese de investimento.

**PARANÁ BANCO: UMA RECEITA DIFERENTE**

Recentemente, investir em instituições financeiras tem sido o caminho mais rápido para o fim precoce da carreira de gestores. Restrição de crédito, *funding* caro, acirramento da competição na captação por CDBs e um clima de desconfiança geral tornam o ambiente pouco acolhedor para investidores.

Mesmo que o Brasil não tenha sido atingido em cheio pelo *tsunami* que devasta o setor financeiro, marolas são esperadas. O custo da expansão desordenada em carteiras de crédito pode tardar, mas aparece. Uma das peculiaridades do ramo é que o crescimento acelerado de empréstimos mascara a respectiva qualidade, uma vez que a inadimplência tende a aumentar conforme as carteiras maturam.

Como diz o ditado, “existem sempre mais bancos do que banqueiros”, ou seja, alguns são geridos por executivos sem o necessário foco na prudência:

- Devido ao ego ou a incentivos mal-alinhados, esses executivos muitas vezes concentram seus esforços na rápida e indiscriminada expansão de carteira, inclusive para segmentos em que desconhecem os processos e o histórico de perdas.
- Na ausência de vantagens competitivas nesses novos segmentos, os executivos compensam a falta de margem líquida (NIM) com alavancagem.
- Para transformar uma baixa rentabilidade sobre ativos em um satisfatório retorno sobre o patrimônio, abusam de brechas contábeis, como a cessão (venda) de carteiras, que permite a antecipação de receitas e o diferimento de custos (lucros contábeis aparecem hoje, custos só amanhã).

Diferentemente, o Paraná Banco seguiu sua própria receita. Independente, conservador e avesso a modismos, é de longe o banco mais capitalizado do nosso mercado, com um índice de Basiléia de 56%. Negociado a um P/L de 5,9 e a 61% do seu valor patrimonial, tem um *dividend yield* de quase dois dígitos.

Nada disso seria significativo se o lucro fosse produto de subterfúgios contábeis e os ativos tão sólidos como um cubo de gelo no calor de Ipanema. Contudo, quase toda a carteira do banco (90%) é de baixíssimo risco: empréstimos consignados para servidores públicos e aposentados, que podem ser vendidos em questão de dias para outros bancos ou para o FGC.

A disciplina de não operar quando não há lucratividade é tão lógica quanto é rara. Forças externas (pressão do mercado) e internas (funcionários receosos de perder seus empregos, executivos preocupados com o ego ou com interesses próprios) tornam praticamente impossível qualquer caminho que não o do crescimento da originação de empréstimos. É comum vestir-se a camisa do conservadorismo em público mas deixá-la no armário quando se está em casa. O Paraná não apenas *usa* mas também *sua* a camisa para focalizar na rentabilidade. No passado, já freou a expansão de carteira que não melhoraria o retorno.

Um ambiente de alta de juros, potencializado pelo acirramento na competição pela captação em CDBs, não tem sido o cenário ideal para empréstimos com teto definido, como o consignado. Porém, parafraseando Churchill, o “consignado é a pior forma de empréstimo para pessoa física, exceto todas as outras formas”. Como produto de crédito pessoal mais competitivo, por ter juros menores, é natural que o consignado volte a se expandir na medida que as condições de mercado retornem à normalidade.

A operação do Paraná diferencia-se da de outros bancos por não incluir apenas convênios de consignado de volume enorme, como o INSS, mas também municípios menores, o que é mais rentável, porém mais difícil (devido a sistemas de pagamento diferentes). Além disso, o banco desenvolveu um canal exclusivo de distribuição — lojas próprias, franquias e *call center* —, que lhe permite ter mais controle sobre despesas e que já é responsável por 50% da originação.

Apesar de criticado como “banco mono-produto”, 30% do lucro de 2008 vieram da operação de seguros (espera-se 50% em 2009) e não faltam iniciativas: resseguro, seguro de crédito, crédito para pequenas e microempresas (carteira R\$ 90 milhões), financiamento de veículos e CDC lojista. As novas frentes são promissoras, considerando-se que o banco foi pioneiro no consignado e no seguro garantia, inventou o conceito de franquias para a distribuição de produtos bancários e ...

(continua na página seguinte)

ESPECIAL:**WARREN BUFFETT****BERKSHIRE HATHAWAY, OMAHA**

Mais uma vez, a carta introdutória do relatório anual da Berkshire Hathaway, escrita por Warren Buffett, é rica em sabedoria e perspicaz na análise de acontecimentos financeiros.

Com alegria recebemos a autorização de Warren Buffett para traduzir e levar a nossos leitores trechos da carta de 2009, protegida por direitos autorais.



Uma operação normal de compra e venda de ações ou títulos de dívida é concluída em alguns dias com uma parte recebendo seu dinheiro e a outra seus valores mobiliários. Portanto, o risco de contraparte desaparece rapidamente, o que significa que problemas de crédito não acumulam. Esse processo de liquidação rápida é fundamental para se manter a integridade dos mercados. De fato, essa foi uma razão de a NYSE e o NASDAQ¹⁵ *encurtarem* o período de liquidação de cinco para três dias, em 1995.

Por outro lado, contratos de derivativos muitas vezes ficam anos, ou mesmo décadas, sem ser liquidados, com as contrapartes acumulando débitos enormes entre si. Ativos e passivos “contabilizados” — muitas vezes difíceis de se quantificar — tornam-se partes importantes das demonstrações financeiras, apesar de não serem validados por muitos anos. Adicionalmente, uma amedrontadora rede de dependência mútua se desenvolve entre as grandes instituições financeiras. Títulos a receber e a pagar no valor de bilhões concentram-se nas mãos de alguns grandes *dealers*, propensos a estarem altamente alavancados também de outras formas. Participantes procurando desviar de encrencas enfrentam o mesmo problema que alguém tentando evitar doença venérea: não importa apenas com quem *você* vai para cama, mas também com quem *seus parceiros* têm ido para cama.



A fórmula Black-Scholes está perto de ser Sagrada Escritura em finanças e a utilizamos, para fins de demonstrações financeiras, quando valoramos nossas opções de venda de ações. Informações fundamentais no cálculo incluem o vencimento e o preço de exercício do contrato, além das expectativas do analista em relação à volatilidade, taxa de juros e dividendos.

Aplicada a longos períodos de tempo, contudo, a fórmula pode produzir resultados absurdos. Para fazer justiça, Black e Scholes muito provavelmente compreendiam bem esse fato. Mas seus seguidores devotos podem estar ignorando quaisquer ressalvas que os dois tenham feito quando expuseram a fórmula inicialmente.

Muitas vezes, quando testamos uma teoria, é útil forçá-la a extremos. Então, vamos pressupor que vendamos uma opção (de venda) de 100 anos sobre o índice S&P 500, no valor de US\$ 1 bilhão e com preço de exercício de 903 (o nível do índice em 31 de dezembro de 2008). Utilizando a implícita presunção de volatilidade que empregamos em contratos de longo prazo e incluindo as expectativas de juros e dividendos, chegaríamos ao prêmio “apropriado”, de acordo com Black-Scholes, de US\$ 2,5 milhões para esse contrato.

Para avaliar a racionalidade desse prêmio, precisamos estimar a chance de o S&P 500 estar abaixo de seu nível atual daqui a um século. Certamente, o dólar valerá então uma pequena fração de seu valor presente (a uma inflação de apenas 2%, valerá aproximadamente 14 centavos). Esse será um fator que pressionará o índice para cima. Muito mais importante, contudo, é que 100 anos de lucros retidos aumentarão imensamente o valor da maior parte das empresas que compõem o índice. No século XX, o índice Dow Jones Industrial Average aumentou cerca de 175 vezes, principalmente por causa desse fator de retenção de lucro.

Considerando tudo, acredito que a probabilidade de um declínio no índice em um período de 100 anos seja *muito* menor do que 1%. Mas usemos esse número e também suponhamos que o declínio mais provável — se houver declínio — seja de 50%. Sob essas premissas, a expectativa matemática de perda no nosso contrato seria de US\$ 5 milhões (US\$ 1 bilhão x 1% x 50%).

Porém, se tivéssemos recebido nosso prêmio teórico de US\$ 2,5 milhões no início, bastaria tê-lo investido a uma taxa de 0,7%, composta anualmente, para cobrir essa expectativa de perda. Todo o ganho acima disso teria sido lucro. Vocês gostariam de tomar dinheiro emprestado por 100 anos a uma taxa anual de 0,7%?

Vamos considerar o pior dos casos em meu exemplo. Lembrem-se de que, se minhas premissas estiverem corretas, 99% das vezes não pagaríamos nada. Mas, mesmo no pior dos casos do restante 1% de possibilidades — isto é, um em que se tenha uma perda *total*

¹⁵ *New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova York) e *National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System* (Sistema Automatizado de Cotações da Associação Nacional de Corretoras de Valores).

de US\$ 1 bilhão — nosso custo de empréstimo chegaria a apenas 6,2% ao ano. Evidentemente, ou minhas premissas estão doidas ou a fórmula não é apropriada.

O prêmio ridículo que resulta da Black-Scholes em meu exemplo extremo é causado pela inclusão de volatilidade na fórmula e pelo fato de a volatilidade ser determinada por quanto as ações oscilaram em algum período passado de dias, meses ou anos. Essa métrica é simplesmente irrelevante para estimarmos a faixa de valores, ponderada pelas probabilidades, das empresas americanas daqui a 100 anos. (Imaginem receber todo dia, de um vizinho maniaco-depressivo, uma cotação de preço de uma fazenda e então utilizar a volatilidade, calculada a partir dessas cotações variantes, como um ingrediente importante em uma equação que prevê a faixa de valores da fazenda, ponderada pelas probabilidades, daqui a um século.)

Apesar de a volatilidade histórica ser um conceito útil — mas longe de ser infalível — para se valorar opções de curto prazo, sua utilidade diminui rapidamente conforme a duração da opção se estende. Na minha opinião, as *valuations* que a fórmula Black-Scholes atribui agora a nossas opções de venda de longo prazo superestimam nosso passivo, apesar de que essa superestimação diminuirá conforme os contratos se aproximarem do vencimento.

Mesmo assim, continuaremos a utilizar Black-Scholes quando estimarmos nosso passivo de opções (de venda de ações) de longo prazo nas demonstrações financeiras. A fórmula representa a sabedoria convencional e qualquer substituto que eu possa oferecer geraria ceticismo extremo. Isso seria perfeitamente compreensível: diretores-executivos que inventaram fórmulas próprias para a *valuation* de instrumentos financeiros esotéricos raramente erraram para o lado do conservadorismo. Esse clube de otimistas é um para o qual o Charlie e eu não desejamos entrar. ●

A publicação da Newsletter Value Investing Brasil tem natureza meramente informativa e não caracteriza qualquer atividade de consultoria de valores mobiliários e/ou de gestão de recursos (para os fins de que tratam a Instrução CVM n.º 306/99 e a Instrução CVM n.º 43/85), por parte dos editores, entrevistados ou pessoas que tenham seu trabalho reproduzido ou que sejam citadas no boletim. Decisões de investimento que venham a ser tomadas com base nas informações publicadas na Newsletter Value Investing Brasil serão de responsabilidade exclusiva do leitor e/ou investidor interessado.