

## O fracasso (?) de Benjamin Graham na bolsa atual

### Palavra do Estrategista

André Rocha



O cultuado investidor Benjamin Graham não tem feito muito sucesso. Sua estratégia parece antiquada. Ao contrário da maioria dos gestores atuais, Graham não fazia projeções dos resultados das empresas. Seus cálculos se baseavam nos lucros pretéritos. Graham buscava ações de empresas sólidas a preços módicos. Hoje, a questão do preço parece secundária. Ações caras são compradas na expectativa do crescimento futuro dos resultados das companhias. Mas se as lições de Graham podem não ter sido suficientes para a escolha das ações de melhor desempenho nos últimos anos, elas impediram que os investidores aplicassem em papéis como as da petroleira OGX, por exemplo, que causaram enormes prejuízos. Somente por essa contribuição, a leitura de Graham já seria fundamental.

No já lendário e imprescindível livro “O investidor Inteligente”, Benjamin Graham classificava os investidores em dois tipos: (i) o defensivo ou passivo e (ii) o empreendedor ou ativo/agressivo. O primeiro não dedica muito tempo na análise das ações. Ele “procurará, principalmente, evitar perdas ou erros graves”. Por sua vez, “o traço determinante do investidor empreendedor é sua vontade de dedicar tempo e dar apuro à seleção de títulos que sejam seguros e mais atraentes do que à média”.

A pedra basilar da estratégia de Graham é comprar ações baratas. Mas como definir se uma ação está cara ou barata? Segundo Graham, pela análise de múltiplos como o P/VPA (preço por valor patrimonial por ação), o P/L (preço por lucro) e o retorno com dividendos (“dividend yield”). Graham era cético em relação à projeção de resultados, logo seus múltiplos são calculados com base nos resultados históricos. Na edição do livro de 1973, Graham já reconhecia que a maioria dos investidores fazia seus cálculos com base nos resultados futuros. Hoje, mais do que nunca, a utilização dos múltiplos com resultados projetados é quase unânime. Não crítico a estratégia, mas o leitor/investidor tem que estar consciente dos riscos desse indicador.

No capítulo 14 — “A escolha de ações para o investidor defensivo” —, Graham recomendava a esse tipo de investidor duas possíveis abordagens. Na primeira, ele deveria comprar uma carteira que replicasse um dos principais indicadores do mercado — o Índice Industrial Dow Jones. Embora essa tática possa fazer sentido no mercado americano no qual o índice é diversificado setorialmente, essa estratégia é perigosa no Brasil, cujos principais referenciais — o Ibovespa e o IBrX — são concentrados em alguns poucos setores como o de commodities e o financeiro.

Já a segunda abordagem pode ser interessante para o investidor brasileiro. Graham recomenda “aplicar uma bateria de testes a cada compra para se certificar de obter (1) um mínimo de qualidade no desempenho passado e na posição financeira atual da companhia e também e (2) um mínimo de quantidade em termos de lucros e ativos por cada dólar do preço”. No primeiro teste se verificaria a evolução dos resultados da empresa nos últimos anos e sua situação financeira atual. Graham dava muito importância ao capital de giro (ativo circulante menos passivo circulante) e ao nível de endividamento. Já no segundo, a análise por múltiplos, privilegiando ações que apresentassem menores indicadores.

Graham recomendava ao investidor defensivo observar sete critérios caso adotasse a segunda abordagem:

1) Tamanho adequado da empresa — a ideia era “excluir companhias pequenas que possam estar sujeitas a adversidades acima do normal, principalmente no setor industrial”;

2) Condição financeira suficientemente forte — “No caso das companhias industriais, o ativo circulante deveria ser, pelo menos, o dobro do passivo circulante”. E “o endividamento de longo prazo não deveria exceder o patrimônio líquido circulante (ou ‘capital de giro’)”;

3) Estabilidade de lucros — A empresa deveria ter apresentado lucro em todos os anos do último decênio;

4) Histórico de dividendos — “Pagamentos ininterruptos durante, pelo menos, os últimos vinte anos”;

5) Crescimento dos lucros — “Aumento de, pelo menos, um terço no lucro por ação durante os últimos dez anos usando médias trienais no início e no fim”;

6) Razão preço / lucro moderada — “o preço atual da ação não deveria ser maior do que 15 vezes os lucros médios dos últimos três anos”;

7) Razão preço/ativo moderada — “O preço atual não deveria ser maior do que 1,5 vez o último valor contábil divulgado. No entanto, um múltiplo de lucros inferior a 15 poderia justificar um múltiplo de ativos correspondentemente maior”. Como regra, nesses casos, Graham sugeria que a multiplicação do P/L pelo P/VPA não deveria exceder a 22,5.

Esses critérios teriam impedido que o investidor comprasse algumas ações que tiveram excelente desempenho no passado recente como Ambev (AMBV3) e Lojas Renner (LREN3), por exemplo. Mas, por outro lado, o investidor teria ficado fora de OGX (OGXP3) e de diversas outras empresas pré-operacionais que vieram a mercado.

Os critérios de Graham a serem seguidos pelo investidor empreendedor são menos restritivos. Dessa forma, esse tipo de investidor poderia ter surfado melhor a bolsa dos últimos anos. Mas isso já é assunto para outro artigo.

**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](http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista))

### GESTÃO PATRIMONIAL

## Além de proteger os bens, holding tem benefícios fiscais

Estrutura facilita ainda a transmissão da herança, por meio da doação das cotas, mas especialistas recomendam educar os sucessores. Por **Danylo Martins**, de São Paulo

Quando a casa está bagunçada, geralmente vem aquela sensação de desconforto. Tudo fora do lugar, sem organização. Na maioria dos casos, o resultado disso é discussão entre os integrantes da família. A comparação pode parecer ingênua, mas quando o assunto é patrimônio a cena tem contornos bem semelhantes. Sem gestão acurada, o conjunto de ativos financeiros, imóveis e outros bens pode provocar conflitos entre os familiares na hora da transmissão dos recursos para as futuras gerações.

Uma das formas de organizar o patrimônio é por meio da constituição de uma holding, o que garante benefício tributário e facilita o planejamento sucessório. Como serviria somente para organizar patrimônio, a empresa não prestará serviços. Na prática, a holding não emite nota fiscal, bem como não tem inscrição municipal ou estadual. As únicas exigências são o registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) e o preenchimento da declaração anual de Imposto de Renda.

“A holding contribui para diminuir a carga tributária dos rendimentos advindos da exploração dos imóveis, se a opção for de lucro presumido em vez de lucro real. Aplica-se uma redução de 32% da base de cálculo”, explica Melina Rocha Lukic, professora de planejamento tributário da FGV Direito Rio. A alí-

quota é de 15%. “No caso da pessoa física, segue a tabela progressiva”, diz Remo Higashi Battaglia, advogado do escritório Battaglia, Lourenzo & Pedrosa.

Além da vantagem fiscal, a holding proporciona a divisão do patrimônio em cotas, impedindo que futuros herdeiros briguem pelos bens. “Todo mundo é sócio. Os patriarcas integralizam o patrimônio na holding e as cotas são doadas com reserva de usufruto [garantindo os bens para quem doou até a morte]”, afirma Melina. Feita no cartório, a reserva de usufruto permite que o casal doe seus bens em vida para os filhos ou para outros parentes mantendo-os em posse. O custo é o mesmo de uma escritura, com pagamento de certidões e impostos, como o de Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCMD).

“Após a integralização dos bens na pessoa jurídica, haverá a doação das cotas com reserva de usufruto. Por se tratar de transmissão de um bem, e por ser a título gratuito (doação), esta operação será tributada pelo ITCMD”, explica Melina. Segundo a professora, cada estado regula a forma de pagamento. “O Estado de São Paulo, por exemplo, admite que se pague parte do imposto no momento da doação [a alíquota, no caso de 4%, incide sobre dois terços do valor do bem] e o restante quando da extinção do usufruto, com a morte dos patriarcas”, diz. Ainda segundo a professora, não há incidência de Impos-

to sobre Transmissão de Bens Imóveis Inter Vivos (ITBI) por se tratar de uma doação. O ITBI incide apenas no momento da transferência de imóveis da pessoa física para a holding.

Para não ter problemas, é recomendável determinar cláusulas restringindo a penhora dos bens. O doador também pode incluir outras cláusulas, como de incomunicabilidade, que impede que os bens venham a pertencer aos cônjuges de casamentos dos herdeiros, além da chamada “reversão”, que permite ao doador ter de volta os bens caso os beneficiários da doação faleçam antes. Ou ainda a cláusula de inalienabilidade, que proíbe a alienação das cotas, de acordo com a professora Melina.

A proteção, chamada por alguns especialistas de blindagem patrimonial, é outro ponto a favor da montagem da holding. “Os recursos não estão associados a um CPF, como acontece no caso da pessoa física”, diz Battaglia. Segundo ele, a holding torna mais fácil a tomada de decisões, convergindo os interesses e promovendo a manutenção do patrimônio. “No momento em que se cria esse tipo de sociedade, a governança passa a fazer parte dos processos”, ressalta Cláudio Mifano, diretor da área de gestão de patrimônio da Claritas Investimentos.

A redução dos custos administrativos também faz parte da lista de benefícios, segundo o professor de direito empresarial da FGV Direito Rio, João Pedro Nas-

cimento. “Quando a família reúne uma série de ativos em uma holding, isso proporciona redução de custos administrativos. Tudo é reunido com um único contador, por exemplo”, explica. Isso profissionaliza a gestão do negócio. “É aquela lógica de que existe um executivo, tirando a ingerência e prevenindo eventuais conflitos familiares.”

Na hora de planejar a sucessão, a holding faz sentido, mas Mifano alerta: esse tipo de constituição inclui todos os herdeiros, com participação em todos os ativos que compõem o patrimônio. “Cabe ao fundador enxergar se isso vai proteger mesmo ou se vai gerar briga no futuro. Por isso, questões pessoais também precisam ser analisadas antes”, destaca. Nesse sentido, Sérgio Goldman, sócio da gestora de patrimônio Maximizar, aponta a educação dos possíveis sucessores e a governança corporativa como elementos importantes na hora de passar o bastão. “É preciso preparar os sucessores para liderar não só o negócio, mas também outros processos na família. Por isso, é importante ter visão estratégica, de médio e longo prazo”, diz.

Outro aspecto que deve ser considerado é a composição do que fará parte do guarda-chuva da holding. “Levar ativos deficitários, que apresentem resultados negativos, pode consumir os resultados positivos de outros ativos que estão presentes na holding”, alerta Nascimento, da FGV.

### SEGUROS

## Empresas têm setor em comum, mas potenciais distintos

Beatriz Cutait e Thais Folego  
São Paulo

O sucesso do IPO da BB Seguridade, cujas ações subiram 51% na bolsa em 2013, deu maior visibilidade ao setor de seguros brasileiro, do qual também constam nomes como Porto Seguro, SulAmérica e Brasil Insurance, que estão na bolsa há mais tempo. Mas o investidor precisa ter cautela ao olhar para um segmento com empresas de modelos e focos de negócios muito diferentes e, portanto, que apresentam perspectivas também diversas.

Enquanto a BB Seguridade é uma holding que agrega sob o seu guarda-chuva seguradoras de todos os ramos (menos saúde) mais uma corretora de seguros, a Porto Seguro e a SulAmérica são puramente seguradoras com foco em automóveis e saúde, respectivamente. Já a Brasil Insurance é uma corretora de seguros “pura”.

A Fator Corretora iniciou a cobertura dos papéis da BB Seguridade — considerada a “top pick” do setor — e atualizou o modelo para as outras três companhias. A empresa mais novata no mercado de capitais — a BB Seguridade abriu o capital em abril de 2013 — tem recomendação “overweight” (superior à média do mercado, correspondente à compra) e preço-alvo de R\$ 25,50 para dezembro, o que representa uma valorização potencial de 10,7% sobre o valor de fechamento de sexta-feira (10).

Já as units da SulAmérica e as ações da Brasil Insurance (em indicação “equal weight” (em linha com a média do mercado, ou manutenção), com preços-alvo de R\$ 14,50 e R\$ 19,00, o que indica potencial alta de 6,6% e 5,8%, res-

pectivamente. Já os papéis da Porto Seguro têm a pior indicação, de “underweight” (abaixo da média do mercado, ou venda), com preço-alvo de R\$ 27,50, o que aponta para uma queda de 2,2%.

Da perspectiva geral, o mercado de seguros tem ainda bastante espaço para crescer devido a sua baixa penetração na economia. O faturamento do setor equivale a 6% do PIB brasileiro, enquanto essa fatia supera os 10% em países como o Chile.

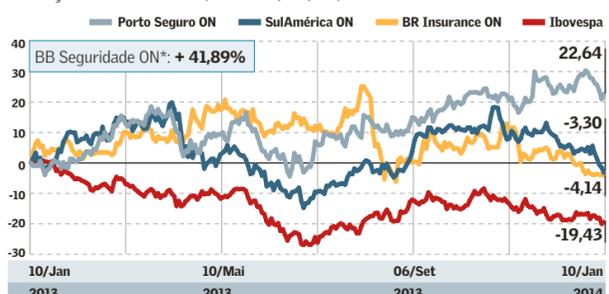
“A baixa penetração deve sustentar o crescimento dos prêmios [receita] de seguros, apoiado principalmente pelo acesso mais amplo da população a produtos financeiros, refletindo mais renda disponível, um fator-chave”, diz relatório do UBS desta semana sobre o setor financeiro. A casa também destaca que a tendência de alta das taxas de juros da economia deve beneficiar as seguradoras, uma vez que aumenta a receita financeira. O UBS também tem recomendações diferentes para as ações do setor: compra para BB Seguridade e neutra para Porto e SulAmérica.

Na visão da Fator, os bons dias vividos pelas seguradoras brasileiras já não são os mesmos, com um cenário desafiador pela frente para a maioria dos segmentos. Por outro lado, o canal de distribuição bancário (“bancassurance”) é visto como o “oásis” do setor, ao aliar rentabilidade com oportunidades de crescimento.

“Um corretor de seguros independente não consegue competir com o banco na distribuição dos produtos. E uma seguradora independente de banco também não consegue entrar nesse mercado. O segmento de ‘bancassurance’ tem toda condição

### Desempenho diverso em bolsa

Variações acumuladas (base: 10/01/13) - em %



Fonte: BM&Fbovespa e Valor PRO. Elaboração: Valor Data. \* Desde a estreia, em 29/04/13, até 10/01/14.

de defender sua competitividade e o mercado é muito bom tanto para BB Seguridade como para Itaú e Bradesco”, afirma o analista de seguros da Fator Pedro Zabeu, responsável pelo relatório de cobertura com Marcio Maeda e Daniel Utsch.

Na visão da corretora, a BB Seguridade tem potencial para elevar os lucros em 18% ao ano até 2022, dos quais 15,5% da alta oriundos da maior penetração na base de clientes do Banco do Brasil. Atualmente, apenas 13% dos clientes do banco têm alguma apólice da holding de seguros do grupo e o objetivo é chegar mais perto do que o Bradesco tem hoje: 25%.

No segmento de seguros de automóveis, que responde por 50% do faturamento do setor, a Fator diz acreditar que o mercado já está muito perto de atingir a maturidade, sem muito espaço para uma inserção adicional em termos de seguros. Apenas uma aceleração do crescimento da frota ou um aumento maior dos preços das apólices poderia garantir a manutenção do desempenho atual, mas a perspectiva, diz a corretora, é que as vendas fracas limitem a expansão da frota e um ambiente mais competitivo impeça a subida dos preços dos seguros no curto prazo.

Essa perspectiva prejudica o cenário da Porto Seguro, com 60% do faturamento vindo de apólice de carro, apesar de ter como um dos acionistas o Itaú. Segundo Zabeu, os dados mais recentes de frota segurada no país, de 2012, indicam uma estabilidade do percentual de carros com seguro ante a frota total. “E

imaginamos que isso deve continuar nos próximos anos, mas com a venda de veículos se desacelerando, se não cair, em relação aos anos anteriores. E isso resulta num menor espaço para crescer na base segurada”, afirma.

Na área de saúde, na qual se destaca a SulAmérica, a Fator espera que a inflação médica persista e, como resultado, assinala que as seguradoras podem ter mais dificuldade no controle da sinistralidade, que é a relação entre receitas e pagamento de indenizações. A SulAmérica tem 70% das receitas oriundas de seguro saúde. A desaceleração da economia também tende a afetar a criação de empregos formais e, portanto, a base de beneficiários. Do lado positivo, a Fator prevê que a concorrência permita uma melhor precificação dos seguros, dado que a sinistralidade do segmento atingiu seu limite.

Por fim, o caso da Brasil Insurance pode ser analisado de duas formas. Por um lado, a Fator vê com bons olhos a estratégia de crescimento via aquisições sem comprometer a geração de caixa. Mas essa mesma tática tem riscos significativos que fazem a corretora pensar sobre a sustentabilidade do valor de perpetuidade da empresa.

A preocupação, de acordo com o analista da Fator, está vinculada ao alinhamento de interesses da Brasil Insurance com a empresa adquirida quando o período de pagamento é encerrado. A companhia adquire empresas com parte do pagamento em dinheiro, parte em ações da holding e parte em quatro anos de acordo com o desempenho da empresa adquirida.