

Índice

1.	Introdução	4
2.	Vinte caminhos sem saída	7
2.1.	Não investir em Ações	7
2.2.	Supermercado de Ações	8
2.3.	Foco nas cotações	9
2.4.	A Análise Técnica	10
2.5.	A tendência é sua amiga?	11
2.6.	Market Timing	12
2.7.	Trading de curto prazo	14
2.8.	Shortar é cool?	15
2.9.	Produtos financeiros derivados.....	16
2.10.	Não diversificar	16
2.11.	Notícias de jornal.....	18
2.12.	Atraído pelos dividendos?	19
2.13.	Só blue chips ou só small-caps	20
2.14.	<i>Home bias</i> e <i>foreign bias</i>	21
2.15.	“Nunca vendo a perder” e “não preciso do dinheiro”	23
2.16.	Atração pelo Abismo	25
2.17.	Cortar os Lucros.....	26
2.18.	Fundos de Ações e ETFs	27
2.19.	Delegar a interpretação das notícias na volatilidade de curto prazo 29	
2.20.	Análise Fundamental estática.....	30
3.	A saída do Labirinto das Ações	31
3.1.	O que significa sair do Labirinto das Ações?	31
3.2.	A importância em termos de Riqueza Líquida Pessoal	32
3.3.	A importância em termos de Rendimento.....	33
3.4.	É possível?.....	36
3.5.	Então e os <i>drawdowns</i> ?	38

3.6. Como seleccionar as ações vencedoras e saber se o preço é atrativo?	39
4. Modelo de Análise	40
4.1. Introdução à Análise	40
4.2. Apresentação	40
4.2.1. Descrição da Empresa	40
4.2.2. Principais Acionistas	40
4.2.3. Equipa de Gestão	41
4.3. Contexto Histórico	42
4.3.3.1. Gráfico de Longo Prazo	42
4.3.3.2. Evolução do N.º de Ações e Valor de Mercado	42
4.3.3.3. Evolução das Vendas e <i>Price to Sales Ratio</i>	46
4.3.3.4. Lucro, Margem Líquida e PER	51
4.3.3.5. Return on Equity Operacional	56
4.3.3.6. Rácios do Balanço	57
4.3.3.7. Fatores de Risco	59
4.4. Perspetivas	60
4.4.1. Último Relatório de Gestão	60
4.4.2. Estimativas dos Analistas	61
4.4.3. Gráfico de Curto Prazo	62
4.4.4. Tipo de Play	63
4.5. Visão Geral & Conclusão	69
4.5.1. Visão Geral	69
4.5.2. Conclusão	70
4.5.3. Códigos	70
5. Estratégia de Intervenção no Mercado	71
5.1. Atualizações à Análise Inicial	71
5.2. Estratégia da Análise Fundamental Comparativa	71
5.3. Estratégia de Controlo do Risco	71
5.4. Construção dos Portfolios	75
5.5. Gestão do Portfolio	75

6. O Borja on Stocks	76
6.1. O que é o Borja on Stocks?	76
6.2. De que forma o Borja on Stocks serve os investidores?	76
6.3. Qual o <i>track record</i> das recomendações?.....	76
6.4. O que dizem os subscritores atuais?	76
6.5. Quanto custa e como posso subscrever?	76
AGRADECIMENTOS	77

1. Introdução

Desde que, em 1996, comecei a colecionar exemplares do jornal Diário Económico ...



César Borja em 1996 – Estudante de Economia no ISEG e Bodyboarder

... no sentido de construir uma base de dados com informação acerca das ações cotadas na Bolsa de Lisboa que tenho um fascínio pelos mercados financeiros. Esse fascínio transformou-se numa profissão quando, em 1999, comecei a ser remunerado por escrever sobre a Bolsa, tendo passado por vários projetos (BolsaInvest, 3StocksOnFire e BorjaInvest).

Desde 2015 que estou a desenvolver um projeto próprio, o BorjaOnStocks, em conjunto com a minha esposa, Catarina Borja. Aqui estamos com os nossos quatro filhos:



Família Borja – Verão 2018

Ao longo de todos estes anos a escrever sobre a Bolsa (e espero que sejam ainda muitos mais), tive o prazer de conhecer pessoalmente centenas de investidores e fiz amizade com algumas pessoas. Se considerarmos os conhecimentos que travei online foram mais de mil investidores, com quem tive longas conversas, trocas de argumentos, partilhas de análises, de experiências e estratégias de intervenção nos mercados.

Alguns destes investidores são muito experientes e tenho aprendido bastante com eles, como por exemplo o meu amigo Fernando Silva ...



César Borja e Fernando Silva em 2017 – Porto

... que já leva 55 anos de Bolsa e tem sido muito bem-sucedido, mas a quase totalidade dos investidores que tenho conhecido ainda está nos primórdios do seu percurso.

Ao longo do meu próprio percurso fui explorando vários caminhos que não me levaram a lado algum (por não terem racionalidade económica) e finalmente, após muito estudo, trabalho e aprendizagem, penso que encontrei a chave do sucesso no mercado de ações, que deveria ter sido evidente à partida, mas infelizmente não foi.

Ao pensar nos milhares de investidores com quem troquei impressões ao longo dos anos, imagino-os, como eu estive, numa espécie de Labirinto da Bolsa, do qual é extremamente difícil sair.

Este pequeno *e-book* começa por identificar 20 caminhos sem saída, a seguir explica o que significa encontrar a saída do Labirinto da Bolsa e finalmente apresenta um método sistemático e racional de análise financeira que, sendo aplicado, aumenta muito as suas chances de sucesso em termos de médio/longo prazo.

2. Vinte caminhos sem saída

2.1. Não investir em Ações

Nos últimos 25 anos, a taxa média anual de inflação em Portugal [foi de 3,2%](#), o que significa que o poder de compra do dinheiro diminuiu 56% nesse período.

Não investir é garantia de ir perdendo valor ano após ano e é a luta contra a inflação que força os agentes económicos a consumir e/ou investir. A inflação moderada é necessária ao crescimento económico e o Banco Central Europeu tem o objetivo de assegurar uma inflação perto de 2% ao ano na Zona Euro.

Existem vários produtos financeiros que procuram combater a erosão do valor do dinheiro causada pela inflação, tais como depósitos bancários, fundos de tesouraria, fundos de obrigações, fundos imobiliários, etc.

Segundo o [boletim estatístico do Banco de Portugal](#), no final de outubro de 2018 os residentes em Portugal tinham um total de 51 050 milhões de euros (M€) em Depósitos à Ordem - a render perto de 0% - e 90 850 M€ em Depósitos a Prazo, a render qualquer coisa em torno de 1% ao ano. No total estão 142 055 M€ em depósitos bancários sem conseguir cobrir a [inflação média da Zona Euro](#), que está nos 1,4%.

Em fundos do mercado monetário e de obrigações, segundo a [Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios](#), estão 11 830 M€ M€, que renderam uma média de 1,35% ao ano, nos últimos cinco anos. Se o Banco Central Europeu cumprir os seus objetivos, estes fundos conseguirão apenas proteger os investidores da inflação, mas o seu retorno real será perto de 0% no longo prazo.

Nos fundos de investimento imobiliário estão 9 510 M€, sendo que os fundos abertos obtiveram um retorno médio anual de apenas 0,07% nos últimos dez anos:

INDICE IMOBILIARIO APFIPP								
30-setembro-2017				Rendibilidade Anualizada				
Designação	Número Fundos	% Mercado*	Valor Índice	1 Ano	2 Anos	3 Anos	5 Anos	10 Anos
Índice Imobiliário APFIPP	22	36,78	1.322.64	2,20	-1,12	-2,10	-2,49	-0,57
Índice Fundos Abertos	10	88,71	1.401.96	2,92	-0,99	-2,17	-2,22	0,04
Índice Fundos Fechados	12	17,20	1.058.39	-0,16	-1,59	-1,92	-3,49	-2,80

Estes investimentos de baixo risco/baixo retorno apenas poderão garantir alguma proteção contra a inflação, mas não deverão ser considerados uma solução de crescimento a longo prazo.

Não permitem crescer, para isso é preciso investir em Ações!

2.2. Supermercado de Ações

Convencido de que precisa de investir em ações para obter um crescimento real das suas poupanças, o investidor vira-se para o mercado de ações e vê um conjunto de nomes de empresas, cada uma com o seu preço, ou cotação.

A seguir, este investidor recém-chegado faz como se estivesse no supermercado e compara os preços das ações, concluindo que umas são baratas (as de baixa cotação) e outras são caras (as de cotação relativamente elevada).

Este é talvez o erro mais básico que se pode cometer, porém não existe qualquer informação que o previna. O mercado de ações não vem com um livro de instruções e está aberto a todos os participantes e a todas as estratégias de negociação. A única coisa que as autoridades reguladoras obrigam a que se informe é que as ações contêm risco, porém essa é uma informação deveras insuficiente.

Não é a cotação que dá o Valor de Mercado de cada empresa cotada em Bolsa, mas sim a seguinte equação:

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Cotação} * \text{N.º de Ações emitidas pela empresa}$$

A cotação é extremamente difundida pelos meios de comunicação social, mas o n.º de ações emitidas pela empresa é menos difundido. Através da multiplicação da cotação pelo n.º de ações emitidas por essa empresa consegue-se saber o Valor de Mercado, que é sinónimo de Capitalização Bolsista.

Depois já se poderá comparar a Capitalização Bolsista das várias empresas e fazer uma lista ordenada, por exemplo da mais valiosa para a menos valiosa.

Comparar cotações isoladamente não faz qualquer sentido, até porque uma empresa cotada a 1 €, na realidade poderá ter um Valor de Mercado superior a uma outra empresa

cotada a 10 € por ação, pois o Valor de Mercado depende do n.º de ações emitidas por cada empresa.

2.3. Foco nas cotações

As cotações das ações variam de cada vez que há uma transação, o que nas ações mais líquidas acontece várias vezes por minuto. Se estivermos a considerar uma carteira diversificada de ações é natural que o seu valor se altere a cada *refresh*, pois a cotação de pelo menos uma das ações detidas deverá ter variado.

Isto significa que - a cada *refresh*, que poderá ser automático - o investidor estará ou um bocadinho mais rico, ou um bocadinho mais pobre, e naturalmente tem bastante interesse nessa informação.

Os intermediários financeiros (bancos e corretoras) também estão imensamente interessados em transmitir as cotações aos investidores, porque dessa forma aumentam a emoção e o volume de transações.

Quer os intermediários financeiros cobrem por transação, ou através de um *spread*, ou pela mera aposta contra os próprios clientes, interessa-lhes que estes façam transações, quantas mais melhor, o que não quer dizer que isso interesse aos clientes!

Os meios de comunicação social da área financeira também dão ampla cobertura e destaque à evolução das cotações e quando há uma variação mais expressiva costumam produzir um texto sobre o assunto, procurando encontrar razões que justifiquem o movimento das cotações.

Certos serviços de subscrição transmitem as cotações em *streaming*.

Com toda esta exposição o investidor olha tanto para as cotações e pensa tanto sobre elas que é natural que conclua que é estudando as cotações que poderá evoluir e obter uma performance superior dos seus investimentos.

Este caminho não leva à saída do Labirinto... leva à Análise Técnica.

2.4. A Análise Técnica

A Análise Técnica consiste em visualizar as cotações na forma de gráfico e depois estudar esse gráfico recorrendo a uma série de métodos e indicadores.

Os métodos mais populares são as linhas de tendência e os níveis de suporte e resistência. A popularidade destes métodos advém da sua simplicidade: até uma criança de 6 anos consegue unir pontos e desenhar linhas num gráfico.

Depois existem os padrões de inversão, como por exemplo o cabeça-e-ombros, os duplos e triplos fundos e topos e os padrões de continuação, como os triângulos e as bandeiras.

Alguns analistas técnicos vão mais longe e usam uma série de indicadores, alguns simples, como as médias móveis, outros mais elaborados, como por exemplo o *Stochastic Oscillator*. No software de Análise Técnica Metastock estão pré-programados mais de 100 indicadores técnicos, que se dividem em dois grandes grupos, cujas indicações entram muitas vezes em contradição: indicadores que procuram auxiliar na determinação da tendência e indicadores que identificam estados *overbought* (significa que a ação subiu muito num curto espaço de tempo e poderá ter uma correção) e *oversold* (quer dizer que desceu muito rapidamente e poderá ter uma recuperação técnica).

Avançando ainda mais profundamente na Análise Técnica encontramos os sistemas de *trading* automáticos, que se baseiam em regras matemáticas utilizando os indicadores técnicos e cujo *output* são ordens para execução no mercado.

A Análise Técnica tem dois problemas que fazem com que não seja um método de análise bem-sucedido no longo prazo:

1º - Funciona lindamente no passado – é muito fácil desenhar linhas e padrões sobre o que JÁ aconteceu - mas quando se está no momento presente a tentar prever o futuro, é altamente subjetiva e provoca indefinições e hesitações. Normalmente os analistas técnicos o que escrevem é “se passar dali ... se vier aqui ... se quebrar acolá”. E depois quando algum desses eventos acontece continuam os ses: “se tiver um *pullback*”, “se tiver volume”, etc. Dificilmente chegam a uma conclusão e quando finalmente concluem

acerca de um movimento, costuma ser sobre oscilações de pequena dimensão, pois as indicações dadas pela Análise Técnica mudam frequentemente;

2º - Toda a Análise Técnica é baseada num número: a cotação. Como referi podem ser calculados mais de 100 indicadores técnicos, mas são quase todos derivados da cotação. Alguns incluem também o volume de transações. Fazer análises baseadas no estudo da cotação não traz bons resultados porque a cotação está sempre a mudar e porque a cotação é apenas um sub-produto, uma consequência, de fatores fundamentais. Os analistas técnicos, em vez de estudarem as causas dos movimentos, estudam as consequências, o que faz com que sejam seguidores e não líderes no mercado de ações.

2.5. A tendência é sua amiga?

O aforismo mais antigo dos mercados é *the trend is your friend*, ou seja, a tendência é sua amiga. Os analistas técnicos acreditam muito na ideia de que seguir a tendência é uma excelente estratégia, especialmente porque, quando olham para gráficos de longo prazo, muito facilmente identificam as grandes tendências e imaginam-se a comprar no início da tendência ascendente e a vender no final dessa tendência ascendente. Usam o passado como prova de que a estratégia funciona, só que estão a atuar com base num *look ahead bias*, ou seja, com a vantagem de conhecer informação que só seria conhecida no futuro.

Visualmente ignoram todas as situações em que *parecia* estar a iniciar-se uma tendência ascendente e afinal era um falso sinal. Ou todas as situações em que *parecia* que a tendência estaria a inverter e afinal continuou. Ignoram as vezes em que, caso estivessem naquele momento a decidir, teriam sido enganados pela evolução da cotação no curto prazo, pois não teriam o benefício de saber o que vai acontecer a seguir.

A falácia desta estratégia de seguir a tendência tem a ver com a diferença entre olhar para o passado e retirar conclusões sobre dados conhecidos, ou estar no momento presente a tomar decisões.

Quando se está no momento presente existem sempre dúvidas sobre qual é afinal a tendência e se essa tendência irá perdurar ou inverter. Essas dúvidas causam um

sentimento de *mãos fracas* ... significa que o investidor está hesitante, com medo de perder e/ou com medo de deixar de ganhar, porque as suas decisões dependem da evolução da cotação e ele não sabe como ela vai evoluir.

No momento presente o *trader* baseado na Análise Técnica está permanentemente a desenvolver cenários, “se quebrar aqui”, “se passar dali”, “se vier ao suporte acolá” e não tem confiança na tendência, até porque na Análise Técnica também existem indicadores contra a tendência, os tais indicadores de estados *overbought* e *oversold*.

A tendência é sua amiga, mas só passados alguns anos é que sabe se foi uma amiga para a vida, uma amiga que o desiludiu, uma amiga interesseira, uma amiga que o traiçou ou até uma inimiga.

Na altura em que é precisa – o momento presente - a amizade da tendência é intermitente e não poderá servir de base a uma estratégia racional de investimento a longo prazo.

2.6. Market Timing

Em termos de estratégias de investimento em Ações existem duas grandes correntes: o *Market Timing*, promovido em livros muito populares como por exemplo o *Ganhar em Bolsa*, de Fernando Braga de Matos. E o *Stock Picking*, defendido em livros como por exemplo o *One Up on Wall Street*, de Peter Lynch.

Na minha opinião estas duas estratégias são incompatíveis, pelo que é preciso escolher uma.

O *Market Timing* defende que se deve investir em ações no início do *Bull Market* e vender as ações no início do *Bear Market*.

Bull Market, ou mercado do Touro, significa subida generalizada do mercado de ações em termos de longo prazo. *Bear Market*, ou mercado do Urso, é caracterizado por uma descida generalizada do mercado de ações.

Para avaliar o mercado de ações como um todo foram construídos índices de mercado, tais como o nosso PSI20, o IBEX35, o CAC40, o S&P500, etc. Estes índices são calculados tendo em conta a média das cotações das ações que compõem o índice, ponderadas pela sua Capitalização Bolsista.

O problema do *Market Timing* como estratégia é semelhante ao que descrevi no ponto anterior, da utilidade da tendência no momento presente, porque na realidade, no momento presente, existem sempre dúvidas sobre se estamos efetivamente em *Bull Market*, ou se o *Bull Market* vai continuar no futuro.

Claro que estudando a situação com o *look ahead bias* é tudo muito óbvio e fácil, mas igualmente irrealista. Por exemplo, é simples identificar os *Bull Markets* de 1993 - 2000 e de 2003 - 2007 no gráfico de longo prazo do PSI Geral ...



... mas, e neste momento, o PSI Geral está num *Bull Market*, ou *Bear Market*?

Deixe-me adivinhar, “se passar dali”, “se quebrar acolá”... ☺

E se porventura você concluir que estamos num *Bull Market*, se comprar um Portfolio diversificado de ações e a seguir o mercado descer 10%? Concluí que afinal se enganou e vende a perder? Continua a confiar que estamos num *Bull Market*, apesar de porventura ter havido uma quebra de suporte e a tendência ter virado para descendente? Na realidade fica sem saber o que fazer e toma decisões de forma irracional, por causa do *Market Timing*.

O *Market Timing* sofre dos mesmos problemas da Análise Técnica, o de ser excelente no passado (quando se tem a vantagem de conhecer o futuro – uma grande vantagem!) e o de ser baseado exclusivamente na cotação, neste caso de um índice de mercado.

O *Market Timing* não passa de Análise Técnica aplicada a um índice de ações e gera uma série de falsos sinais, falsas indicações, hesitações, contradições, mãos fracas, *overtrading* e fracos resultados em termos de longo prazo.

O *Market Timing* não é um caminho que leve à saída do Labirinto das Ações.

2.7. Trading de curto prazo

Como as indicações dadas pela Análise Técnica mudam frequentemente é natural que os *traders* baseados nesse tipo de análise transacionem muitas vezes, incorrendo em elevados custos com comissões, o que deteriora o seu retorno a longo prazo.

Um *trader* de curto prazo costuma exibir muitos ganhos marginais (mal se apanha a ganhar, vende logo) e algumas perdas grandes, que deixou prolongar, na esperança do mercado virar a seu favor.

Depois de descontadas as comissões, se o *trader* for muito aplicado e disciplinado, passados alguns anos e na melhor das hipóteses, fica mais ou menos na mesma. Isto porque as oscilações de curto prazo ou são imprevisíveis ou, sendo previsíveis, são rapidamente aproveitadas pelos *market makers* deste mundo, que são cada vez mais algoritmos de *trading* computadorizados que pertencem a firmas de *high frequency trading* e que atuam no mercado em mili-segundos.

O pequeno trader individual não tem grandes hipóteses na sua competição contra os super-computadores de firmas como a [FlowTraders](#) e a [Virtu Financial](#), por exemplo.

Para além das chances de sucesso serem diminutas e os resultados fracos, o *trading* de curto prazo tem mais uma série de desvantagens:

- Como exige muito tempo agarrado ao computador ou telemóvel, o seu custo de oportunidade é elevado: enquanto faz *trading* de curto prazo perde tempo que poderia ser destinado a atividades mais produtivas e úteis;
- Levado ao extremo, o *trading* de curto prazo pode ser feito 24 horas sobre 24 horas: alguns mercados de futuros e o mercado cambial estão abertos de dia e de noite (aos dias úteis) e a novidade do mercado das cripto-moedas até ao fim de semana funciona. Se procura uma via para o isolamento encontra-a no *trading* de curto prazo;

- Sedentarismo, envelhecimento precoce, insónias, tiques nervosos, má alimentação, úlceras e outros problemas de saúde são consequências do *trading* de curto prazo.

2.8. Shortar é cool?

Um *trader* de curto prazo gosta de estar permanentemente com posições abertas e ativo no mercado, o que constitui um problema se o mercado em geral estiver em queda e a tendência da maioria das ações for descendente.

Nesses casos, até para ser coerente com a ideia da Análise Técnica de que a tendência é sua amiga, o *trader* precisa de “shortar”, ou seja, de vender primeiro e comprar depois (“vender a descoberto” e “entrar curto”, são outras expressões que significam shortar, que é um anglicismo), com o objetivo de lucrar com a queda das cotações.

Shortar tem dois problemas principais:

1º - O potencial de ganho é de apenas 100%

Nunca na história uma ação caiu mais de 100%, desde o seu máximo até ao mínimo, que é zero, pois não existem cotações negativas. A ação até pode cair 90% várias vezes, mas no total a descida nunca ultrapassa os 100% o que limita o potencial de lucro de um trade *short*.

2º - O risco é ilimitado

Embora só possa cair até um máximo de 100%, uma ação pode subir 100%, 1 000%, 10 000%, 100 000%, enfim, o potencial de subida é ilimitado, pelo que quem shorta ações pode perder muito mais do que investiu.

Caso tenha ficado curioso acerca do mecanismo de shortar ações (espero que não!), ou se tiver dúvidas sobre este tema, poderá ler o [seguinte artigo que é mais aprofundado](#).

Shortar não é *cool*... shortar é uma estratégia perdedora em termos de médio/longo prazo.

2.9. Produtos financeiros derivados

O caminho da Análise Técnica e do *trading* de curto prazo vai encurtando o *time frame* das posições e conseqüentemente diminuindo a amplitude dos movimentos que se querem aproveitar.

Como o objetivo é “sacar” 5 ou 10% aqui e ali de forma rápida, a tentação para a alavancagem é grande. A alavancagem permite que se ganhe por exemplo 50% com um movimento de 5% (alavancando dez vezes), o problema é que se os próximos 5% forem na direção contrária, perdem-se 50%.

Por outro lado, não é nada fácil shortar ações (especialmente na Europa), pelo que a utilização de produtos financeiros derivados facilita as entradas short, que são necessárias para os *traders* que querem ter a possibilidade de ganhar com as quedas das cotações.

Existe uma série de produtos financeiros derivados que providenciam a possibilidade de shortar e alavancar, tais como *Contracts For Differences* (CFD), Opções, *Warrants*, Futuros, etc.

Cada um destes produtos financeiros tem características intrínsecas que os tornam extremamente arriscados para os *traders* de curto prazo e os investidores em geral.

Quer ler o resto e saber quais são os outros caminhos sem saída? Faça o [download do ebook completo aqui](#).

O risco de falência aumenta bastante por causa da alavancagem com produtos financeiros derivados, sendo que [muitos destes produtos podem ser considerados tóxicos](#).

2.10. Não diversificar

Já percorremos vários caminhos que não levam a lado nenhum e que têm em comum o foco e estudo das cotações. Vamos agora conhecer outros tipos de caminhos populares que também terminam num beco sem saída?

Era uma vez um investidor que trabalhava numa empresa ou que consumia os seus produtos/serviços. Tinha muita confiança nesta empresa e engraçou com ela, até que consumou a relação adquirindo umas ações em Bolsa. A partir daí “casou-se” com a empresa e “jurou fidelidade” para o resto da vida, ignorando todas as outras empresas cotadas.

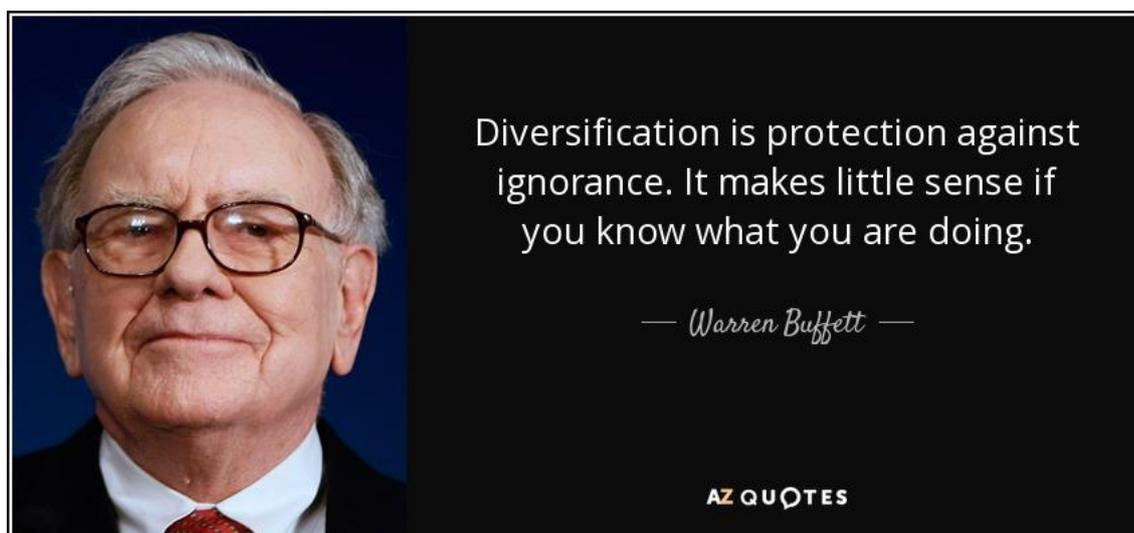
Este investidor conhece profundamente essa “sua” empresa. Lê todos os relatórios e contas. Todas as notícias de jornal. Sabe quais são os fatores que afetam a empresa e sempre que tem disponibilidade investe um pouco mais nas ações da sua querida empresa.

O problema é que o seu “amor” poderá não ser correspondido e o investidor pode ser “traído”: as Vendas e Lucros diminuem, a empresa entra em dificuldades e as ações caem mais de 80%.

O investidor apostou tudo numa única ação e teve “azar”. Arriscou o seu capital de forma despropositada, passaram vinte anos e só obteve perdas.

Repare-se que não estou aqui a falar de grandes investidores que adquirem uma posição tal que lhes permite influenciar a gestão da empresa. Refiro-me a pequenos investidores que, mesmo que passem toda a vida a comprar ações da mesma empresa, nunca chegam a ter sequer 0,1% do capital e estão, portanto, completamente dependentes da gestão da empresa e do rumo dos acontecimentos.

Há quem diga que diversificar não é assim tão boa ideia, inclusive o próprio Warren Buffett disse isso:



Mas, em vez de ler o que Warren diz, prefiro olhar para o que Warren faz e verifico que a 30 de setembro de 2017 a [Berkshire Hathaway tinha ações de 46 empresas diferentes](#) (não contando com as empresas que detém a 100%).

Também acontece os investidores terem, por exemplo, 10 ações diferentes, mas uma delas, aquela pela qual se apaixonaram, representar mais de 80% do Portfolio. Isto não é diversificar como deve ser, é fingir que se diversifica.

Uma das grandes vantagens de se investir em ações – por oposição a investir num negócio próprio – é que se pode diversificar o risco e aproveitar oportunidades em vários setores económicos, sem sacrificar o retorno potencial.

O investidor que esbanja esta vantagem está a ir por um caminho que raramente leva ao sucesso a longo prazo.

2.11. Notícias de jornal

Muitos investidores escolhem as ações para investir baseados naquilo que leem nos jornais sobre economia e negócios, como por exemplo o Económico e o Jornal de Negócios.

Leem uma notícia positiva para uma empresa e compram as ações, ignorando uma série de dados fundamentais importantes e depois ficam espantados por, apesar da boa notícia, a cotação começar a descer.

Vão dizendo que o mercado é ineficiente, que os investidores estão distraídos, mas o problema é que eles próprios não estão dentro do contexto fundamental da empresa. Focaram-se numa única notícia e desconhecem o contexto, não viram o quadro todo.

Muitos investidores pensam que investir baseado nos fundamentais é decidir de acordo com as notícias que vão sendo publicadas e que o que faz sentido é que as cotações acompanhem as notícias: se forem positivas, a cotação sobe. Se forem negativas, a cotação desce.

Porém, muitas vezes acontece o contrário: às notícias positivas seguem-se descidas das cotações e às notícias negativas seguem-se subidas. Este tipo de desenvolvimento pode acontecer porque as notícias já vinham sendo descontadas pelos investidores mais

informados ou porque essas notícias têm pouca relevância em termos das tendências fundamentais ou da valorização da empresa.

Por outro lado, a maioria dos *press releases* divulgados pelas empresas têm um *spin* positivo e os jornalistas limitam-se a transmitir a informação, pois não é sua função fazer Análise Fundamental, isso é para os analistas financeiros especializados. Desta forma, uma notícia cuja *headline* é muito positiva, poderá na realidade ser um desapontamento face às estimativas dos analistas e expectativas dos investidores e a cotação... descer.

Não se pode investir em ações baseado nas notícias de jornal.

2.12. Atraído pelos dividendos?

Muitos investidores são atraídos para o investimento em ações por causa dos dividendos que as empresas pagam.

Estes investidores olham para o que ganham num depósito a prazo (cerca de 1% ao ano) e depois verificam que existem empresas cotadas que exibem um *dividend yield* de 4 ou 5% e é natural que fiquem interessados.

Dividend Yield = Dividendo por Ação / Cotação

Porém, enquanto que o juro do depósito a prazo é garantido, o dividendo das empresas não é.

As empresas podem cortar o montante do dividendo nos anos seguintes por vários tipos de razões: porque os fundamentais se deterioraram ou porque a empresa pretende utilizar o *cash flow* para investir numa determinada oportunidade de crescimento, por exemplo.

Para além dos dividendos poderem ser cortados no futuro, o investidor pode comprar uma ação para ganhar 4% ao ano com os dividendos e nos meses seguintes a cotação da ação cair por exemplo 40% (!)

Existem outros detalhes que fazem com que investir em ações só por causa dos dividendos não seja boa ideia:

1º - No dia em que as ações deixam de dar direito ao dividendo normalmente ajustam negativamente na mesma magnitude do dividendo por ação. Por exemplo, se uma empresa pagar 0,30 € de dividendo por ação, na data *ex-dividend* é natural que a cotação desça os 0,30 € por ação. O dinheiro sai da empresa, logo a empresa fica a valer menos e os investidores ajustam as suas ordens de compra e venda;

2º - Os dividendos são taxados a 28%, de modo que os acionistas só recebem 72% do valor pago pelas empresas. Existe aqui uma dupla tributação do mesmo rendimento: a empresa já pagou IRC sobre o seu Lucro Antes de Impostos e quando distribui uma parte do Lucro pelos seus acionistas, estes pagam 28% sobre o que recebem;

3º - Algumas empresas endividam-se para pagar dividendos e conseqüentemente têm Balanços frágeis e estão vulneráveis a ameaças competitivas no futuro. Se a empresa distribui uma parte significativa do seu *cash flow*, significa que fica com menos para investir de forma a defender o negócio de potenciais ameaças. E fica também com menos para investir e potenciar o crescimento da empresa;

4º - Normalmente as empresas que têm um *dividend yield* mais elevado são também aquelas que têm menos oportunidades de crescimento. Costumam ser empresas maduras e mais ou menos estagnadas;

5º - Mesmo que os dividendos sejam sempre pagos e que a cotação fique mais ou menos na mesma, 4 ou 5% é um retorno inadequado para o risco de investir em ações. Este tipo de retorno poderá ser obtido com obrigações de empresas, que contém menos risco que as ações.

Os dividendos são apenas uma pequena parte do investimento em ações e investir exclusivamente baseado nos dividendos não leva ao sucesso em termos de longo prazo.

2.13. Só blue chips ou só small-caps

Alguns investidores só investem em ações de empresas muito grandes e conhecidas, as chamadas *blue chips*, que dominam os índices. No caso português estaríamos a falar de empresas como a EDP, a GALP, o BCP e a NOS, por exemplo.

Só investir neste tipo de ações muito populares tem dois tipos de problemas:

1º - Normalmente são empresas maduras com pouco potencial de crescimento;

2º - São empresas muito seguidas pelos jornalistas, analistas financeiros e investidores, pelo que dificilmente se encontrarão aqui grandes ineficiências de mercado. O valor de mercado terá tendência a estar relativamente próximo do valor intrínseco e os esforços de análise não serão suficientemente recompensados.

De forma oposta, existe outro grupo de investidores que só aprecia investir em *small caps*, que são pequenas empresas (à escala da Bolsa estamos a falar de empresas que valem entre 10 M€ e 200 M€) e que por tal podem ter muito espaço de crescimento.

O problema de só investir em *small caps* é que o risco é demasiado elevado.

Muitas destas empresas são pequenas por um bom motivo: não são lá muito bem geridas, ou não têm verdadeiras vantagens competitivas e/ou barreiras à entrada. O seu mercado-alvo pode ser reduzido, podem ser empresas de nicho, sem competitividade suficiente para se expandirem no mercado global. Ou estão endividadas e correm risco de falência, caso alguma operação corra mal. Ou ainda, podem vender muito e lucrar pouco, por não terem *pricing power*.

Quer a estratégia de só investir em *blue chips*, quer a estratégia de só investir em *small caps*, trará um retorno sub-ótimo aos investidores.

2.14. Home bias e foreign bias

Home bias tem a ver com investir apenas em ações cotadas na Bolsa do seu próprio país. No nosso caso significa investir apenas nas empresas cotadas na Euronext Lisboa.

Ao longo dos 22 anos de contactos com investidores conheci muitos que, durante toda a sua vida, só investiram em ações nacionais.

Este é um problema por dois motivos principais:

1º - Nos últimos trinta anos, tendo como ponto de partida o pico da bolha especulativa de 1987, a Bolsa de Lisboa exhibe uma das piores performances do mundo;

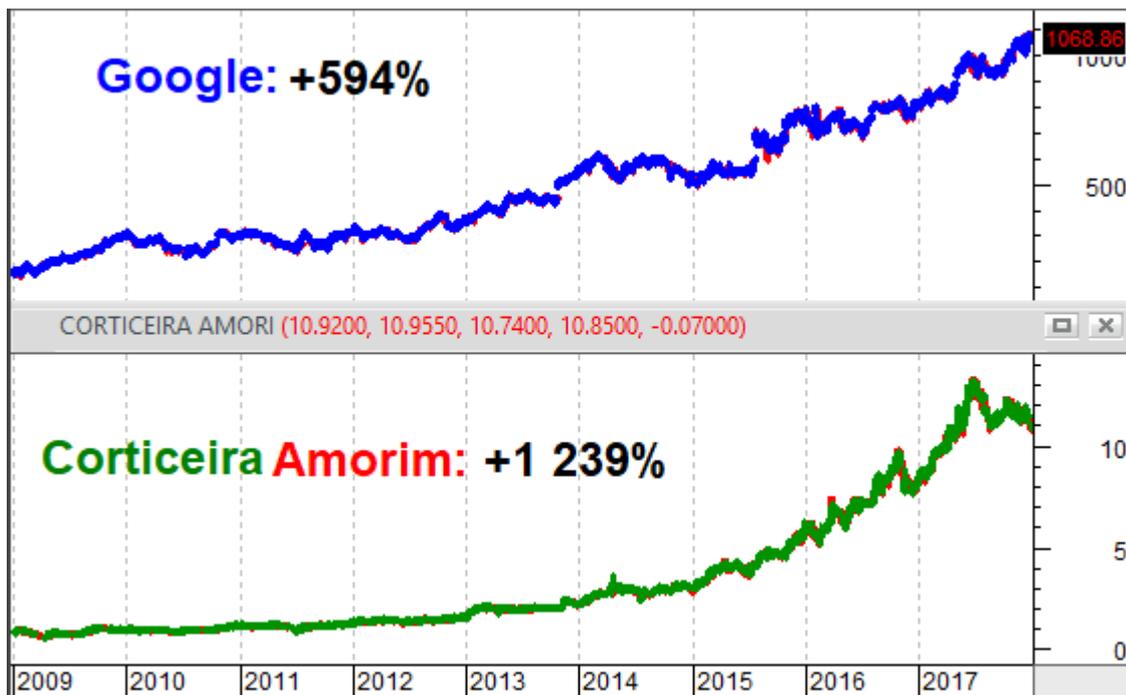
2º - Toda a vida financeira dos investidores que vivem em Portugal (o seu emprego e/ou o seu negócio) já depende do sucesso da economia portuguesa, pelo que investir apenas em ações de empresas nacionais torna ainda maior essa dependência e risco.

Inversamente também conheço alguns investidores – normalmente os mais novos, na casa dos vinte ou trinta anos - que abominam as ações nacionais e que só investem em ações estrangeiras! Estes investidores não se imaginam a comprar ações de empresas portuguesas, porque não confiam na nossa economia, ou porque não reconhecem potencial de inovação às empresas, ou porque consideram que são demasiado arriscadas. Ou ainda porque acham a ideia de investir em empresas portuguesas *uncool* e que é mais sofisticado e moderno investir no Facebook e na Google que na Jerónimo Martins ou na Corticeira Amorim, por exemplo.

Estes investidores têm um *foreign bias* e desperdiçam a vantagem de conhecerem as empresas no terreno, ainda que se possa dizer que os utilizadores do Facebook e do Google conhecem razoavelmente essas empresas.

Pessoalmente acho que é tão despropositado só investir em ações nacionais como ignorá-las completamente. Até porque a nossa Bolsa, sendo algo marginal no contexto global, costuma ter bastantes ineficiências, facilmente aproveitáveis e bastante lucrativas.

Por curiosidade fui comparar a performance das ações da Google com as da Corticeira Amorim nos últimos 10 anos e ...



... a “nossa velha” Corticeira subiu mais do dobro!

2.15. “Nunca vendo a perder” e “não preciso do dinheiro”

Nunca vender a perder é sinónimo de nunca assumir e corrigir um erro e esse será certamente um caminho para a derrota no mercado de ações. A não ser que se autoconsidere um génio que nunca vai errar?

É evidente que vai errar, todos erram, até os génios. Aliás, a genialidade vem muito mais de saber reconhecer e corrigir um erro do que de insistir nele. Por exemplo, o maior investidor em ações de todos os tempos - Warren Buffett - ainda há pouco tempo vendeu uma parte da sua posição na IBM – a perder – reconhecendo e corrigindo um erro.

Se a sua ideia é nunca vender a perder, cada erro que cometer tem potencial para se transformar numa catástrofe para a sua carteira de ações. Porque algumas ações, eu diria mesmo muitas ações, vão descendo, e descendo e depois descem mais um bocadinho até que ... valem zero, as empresas vão à falência e as ações deixaram de ser cotadas. Que o digam os investidores nas ações do BES e do Banif, apenas para citar dois casos recentes que ainda figuram nas carteiras de muitos investidores, com o valor de ... zero.

As perdas não são todas iguais, existem muitos níveis de perda, com diferentes graus de gravidade. A tabela seguinte mostra a relação entre a percentagem de perda e a percentagem de subida necessária para recuperar, para que compreenda bem o problema de ignorar os erros e deixar prolongar as perdas:

%Perda	% para recuperar
-10,0%	11,1%
-20,0%	25,0%
-30,0%	42,9%
-40,0%	66,7%
-50,0%	100,0%
-60,0%	150,0%
-70,0%	233,3%
-80,0%	400,0%
-90,0%	900,0%
-98,0%	4900,0%
-99,0%	9900,0%
-99,9%	99999,0%

Imagine que comprou uma ação por uma determinada razão, mas que passados dois ou três meses essa razão se revelou inválida e a cotação desceu 20%. Se assumir aí o erro e vender as ações, apenas precisará de um ganho de 25% para voltar ao mesmo sítio, nada de especial. Mas se pelo contrário ignorar a situação e deixar prolongar a perda, se os fundamentais se continuarem a deteriorar e a ação cair 80% do seu ponto de compra ... aí já precisará de um lucro de 400% para voltar ao mesmo sítio.

Mesmo que porventura a situação fundamental da empresa melhore depois de ter caído os 80%, repare, você está com esperança de “ficar em casa”, enquanto que outro investidor, que comprou a ação lá em baixo, se prepara para ganhar 400% com o mesmo movimento.

Nunca vender a perder faz com que fique toda a vida no Labirinto das Ações e provavelmente, passados 30 ou 40 anos, olha para a sua carteira e vê um monte de lixo

que foi acumulando e guardando. E as oportunidades que perdeu, por estar com o capital empatado nas ações perdedoras? Cuidado com isso.

Outro comentário que costumo ouvir recorrentemente é que não vendem as ações a perder porque “também não preciso do dinheiro, deixa estar, pode ser que algum dia suba”. Obviamente não precisar do dinheiro não é uma razão válida para manter ações em carteira e este comentário é um desrespeito pelo próprio dinheiro e pela nobre arte de analisar ações. Está certo que não precisa do dinheiro, mas quer que ele cresça, ou é-lhe indiferente? Se lhe é indiferente, porque investe em ações? Porque não guarda o dinheiro em depósitos bancários, onde ao menos está seguro?

2.16. Atração pelo Abismo

Conheço bastantes investidores que parece que têm uma certa atração pelo abismo, quer dizer, não conseguem resistir a uma ação que está a cair bastante.

Se uma ação cai 20% numa sessão, lá vão eles comprar, apenas porque está a descer e a ideia de comprar “mais barato” do que estava antes os atrai, independentemente das razões para a descida. Ou se virem um gráfico de uma ação que já esteve a 10 € e que agora está a 2 € ... consideram que está atrativa por esse motivo ... “se já pagaram 10 € por esta ação, é porque se calhar vai lá voltar”. O problema é que muitas vezes o “produto” não é o mesmo, quer dizer, os fundamentais da empresa poderão ter-se deteriorado tanto que a ação até pode estar mais sobreavaliada a 2 € do que estava quando cotava a 10 € (?) e o seu potencial de queda ser ainda maior!

Considerar que uma ação “não pode cair mais” é errado, pois a ação pode sempre cair mais. Pode cair 90%, mesmo que já tenha caído 90%. E a seguir mais 90%. Isto é óbvio, mas vamos a um exemplo hipotético.

A ação ABC, numa determinada bolha especulativa, foi até aos 100 € por ação. Quem a comprou a esse preço aguentou até não poder mais e finalmente assumiu o erro e vendeu-a a 10 € por ação. Quem comprou a ABC nos 10 € pensou “que excelente negócio, esta ação já esteve a 100 €!” Só que a tendência de queda continuou e este novo investidor acabou por vendê-la a 1 €, perdendo 90% também. O que comprou a 1 € pensou “esta ação ainda há uns anos estava a 10 € e se considerarmos os últimos vinte

anos, até já esteve a 100 €. Comprando a 1 € estou a obter uma pechincha tal que não posso perder, esta ação não pode descer mais”. Mas ... podia e passados dois anos a ABC está a 0,1 €. Novamente a mesma história, o investidor antigo perdeu 90%, o novo vê um enorme potencial de subida (porque está motivado pelo passado e não pelo futuro) e a cotação cai mais, para os 0,01 € por ação. Mais um que perdeu 90%, mais outro que vai comprar e a seguir ... -90% para os 0,001 € por ação. E poderia continuar indefinidamente, ainda que me pareça que as cotações na Euronext só podem ter cinco casas decimais, mas mesmo aí, com a ação nos 0,00001, pode cair 100%, para 0.

Zero é o único limite mínimo, tudo o que está acima de zero pode descer 100%.

Agora, uma questão que me parece pertinente perguntar é:

- Qual é a diferença entre o investidor que comprou a ABC por 100 € e o que a comprou por 0,01 €?

Nenhuma, ambos perderam 90% do valor investido!

2.17. Cortar os Lucros

O que os investidores menos querem, aquilo que procuram mais evitar, é perder dinheiro.

É por isso que muitos não vendem a perder - “enquanto não vender, não perco” – e é por isso também que cortam os lucros demasiado cedo.

- “Este já cá canta” e “mais vale um pássaro na mão que dois a voar” são frases e ideias comuns ouvidas nas conversas entre investidores.

Num almoço convívio recente até houve um investidor que teve a coragem de partilhar que, em muitos anos de bolsa, nunca tinha ganho mais de 30% numa ação, pois vendia sempre com pequenos ganhos.

Vender com uma pequena mais-valia ações que têm potencial para subir centenas ou milhares de pontos percentuais é destrutivo para a sua performance de longo prazo, pois são essas ações, as *multibaggers*, que fazem a diferença na sua carreira. Basta apanhar algumas dessas ações que sobem muito (estrelas) para que seja um investidor de muito sucesso, pois a ascensão dessas estrelas mais do que compensa os erros e

problemas nas outras. Agora se vender as estrelas a ganhar pouco e ficar de fora a olhar – até porque psicologicamente é bastante difícil ir comprá-las mais alto (mesmo que consiga, terá deixado no mercado grandes fatias de valorização) – dificilmente obterá um retorno elevado dos seus investimentos.

Para alguns, custa mais deixar fugir uma boa mais-valia do que estar a perder ... o mercado deu-lhes a chance de sair a ganhar, mas não aproveitaram, e culpam-se por isso. Mas quando ficam logo a perder consideram que não tiveram culpa e que nada poderiam ter feito, pois “nunca puderam vender”, porque nunca estiveram a ganhar.

Estas ideias fazem com que os investidores cortem os lucros demasiado cedo e deixem prolongar as perdas, o que obviamente é uma estratégia errada que leva a uma carreira de derrotas no mercado de ações.

Posto isto, também é preciso referir que a maior parte das ações não tem capacidade de voar muito alto e que retirar uma mais-valia de uns 20 ou 30% pode ser acertado, se isso for tudo o que a ação pode dar.

E se a história de investimento tiver mudado, ou se as suas razões de compra se tiverem tornado inválidas, não há problema em vender com uma pequena mais-valia ou menos-valia.

A motivação é que não pode ser a de querer segurar um lucro antes que fuja, essa motivação não é válida, pois faz-nos voltar ao princípio, ao ponto 2.3. Foco nas cotações.

2.18. Fundos de Ações e ETFs

Os grandes fundos de ações não fazem mais do que investir no conjunto das principais empresas cotadas - sem grande seletividade - e procuram apenas acompanhar mais ou menos o índice de mercado.

Este é um problema, porque o nosso PSI 20, nos últimos vinte anos ...



... desceu 39%, ou seja, desvalorizou 2,43% ao ano, em média.

Nas últimas duas décadas os *Exchange Traded Funds* (ETFs) tornaram-se bastante populares, porque têm comissões de gestão mais baixas que os fundos tradicionais e são mais transparentes, pois replicam muito fielmente os índices de mercado. O ETF mais popular do mundo é aquele que replica o índice S&P500, o índice das 500 maiores empresas norte-americanas. Vejamos a sua performance, também nos últimos vinte anos:



Muito melhor que o PSI20, é certo.

Desde 31 de dezembro de 1997 o SPY subiu 175,6% e a desvalorização do USD face ao EUR neste período foi de apenas 7,35%. Em EUR o retorno médio anual de um investimento no SPY foi de 4,8% e tudo indica que os próximos vinte anos trarão qualquer coisa semelhante. É um retorno simpático, mas na minha opinião, insuficiente.

Se você investir na média, é muito provável que obtenha um retorno médio, ou seja, nada de especial.

2.19. Delegar a interpretação das notícias na volatilidade de curto prazo

Muitos investidores, por serem incapazes de contextualizar e interpretar as notícias, ou por serem preguiçosos, delegam o trabalho de análise na volatilidade de curto prazo do mercado.

Ou seja, se o mercado reagir negativamente a uma informação, concluem que a informação foi negativa e por isso a ação deverá continuar a descer. Se pelo contrário a ação subir após uma notícia, por exemplo dos resultados, é porque os resultados terão sido bons e a ação deverá continuar a subir.

Em vez de lerem efetivamente o documento com a apresentação de resultados, de inserirem a informação no contexto, de a interpretarem e ajustarem as suas expectativas, não, delegam todo esse trabalho na mera reação do mercado, ou seja, nos outros. Ficam a olhar para a evolução da cotação para obterem respostas...

E depois, em média, perdem! Porquê? Porque a reação inicial do mercado a qualquer informação é aleatória. A notícia pode ser positiva e a ação descer, pode ser negativa e a ação subir, e depois de descer poderá subir e depois de subir poderá descer, independentemente da qualidade ou bondade da informação.

Um investidor em fase de desenvolvimento irá utilizar a reação do mercado para validar os seus pontos de vista e argumentar com os outros: “não estás a ver que a ação está a descer? Os resultados foram abaixo das expectativas!”

Mas o investidor experiente irá sempre dizer: “não é a reação inicial do mercado que me faculta a interpretação da informação, é a análise que faço da informação, do seu impacto nos fundamentais presentes e futuros. De que forma é que esta informação afeta a minha história de investimento a longo prazo nesta ação?”

Desta forma, o investidor em fase de desenvolvimento está dependente do que os outros pensam, permanentemente inquieto e inseguro. O experiente tem as suas próprias convicções, alicerçadas numa Análise Fundamental de qualidade.

2.20. Análise Fundamental estática

Naturalmente os investidores mais interessados e empenhados não querem ser médios, querem obter um retorno acima da média e para isso precisam de separar o trigo do joio, que é como quem diz, selecionar e investir nas ações com a melhor relação entre a rentabilidade esperada e o risco.

Para fazer essa seleção recorrem a indicadores de Análise Fundamental bastante populares e úteis, como por exemplo o *Price to Earnings Ratio* (PER), o *Dividend Yield* ou o *Debt to Equity Ratio*.

Os investidores pegam nesses indicadores, nesses critérios de Análise Fundamental (AF) e usam-nos para filtrar bases de dados com centenas de ações, de forma a ficarem com uma lista reduzida com aquelas que respeitam os critérios por si definidos.

Este tipo de estratégia de seleção de ações tem algum mérito, quer dizer, é um bom princípio, mas peca por ser demasiado simples, por ignorar a complexidade do contexto e especificidade de cada empresa e por ser estática.

Normalmente os indicadores de AF estão em determinados níveis por alguma razão e seria preciso aprofundar e investigar a validade e durabilidade dessas razões, mas lá iremos na 3ª Parte deste e-book.

Nesta fase o que é preciso referir é que os indicadores de AF não são estáticos - são dinâmicos - e dependem da evolução dos fundamentais. Um PER baixo pode transformar-se em elevado, se o Lucro diminuir (se desejar aprofundar esta parte, leia o

artigo [Compreender o PER](#)). Uma empresa pode deixar de ter um Balanço saudável e passar a ter um Balanço desequilibrado, caso decida distribuir um grande Dividendo ou fazer uma aquisição de outra empresa.

A Análise Fundamental simples e estática pode induzir em erro e não leva à saída do Labirinto.

É preciso ir mais além para ver a luz!

3. A saída do Labirinto das Ações

3.1. O que significa sair do Labirinto das Ações?

Sair do Labirinto das Ações significa finalmente conhecer e aplicar uma estratégia coerente, racional e segura de obter um retorno elevado dos seus investimentos em ações.

E o que é um retorno elevado para quem investe em ações? Para mim é qualquer coisa entre 15 e 24% ao ano, em média e em termos de longo prazo.

Um retorno deste tipo parece facilmente atingível pelos investidores iniciados – não que seja “prometido” pela parte séria da indústria financeira – mas porque os próprios iniciados se iludem quanto às suas capacidades e reais possibilidades. Os investidores iniciados não têm noção da dificuldade de obter um retorno elevado porque desconhecem que os vinte caminhos que mencionei – e mais uns quantos que me escusei de referir – são na realidade estratégias que levam a performances com picos intermitentes seguidos de fases de perdas dolorosas, desperdiçando capital e ... tempo.

E quão importante é obter um retorno elevado dos seus investimentos? É extremamente importante. Eu diria que a seguir à Família e à Saúde, é a coisa mais importante do Mundo!

3.2. A importância em termos de Riqueza Líquida Pessoal

Riqueza Líquida Pessoal é o valor do património líquido de um indivíduo, ou seja, a diferença entre o seu Ativo Líquido e o seu Passivo pessoal.

Para vermos qual o impacto de obter um retorno baixo, médio, ou elevado dos investimentos na riqueza líquida pessoal, vou recorrer a um exemplo prático que contém algumas premissas, que poderão ser facilmente ajustáveis a realidades diferentes:

Capital Inicial: 20 000 €

Reforço Anual: 2 400 €

Taxa de Crescimento do Reforço Anual: 5%

Prazo de Investimento: 30 anos

A seguinte tabela mostra o resultado de cada ponto percentual a mais no valor da riqueza líquida pessoal passados trinta anos:

Capital Inicial = 20 000 €			
% Retorno	Capital Final (€)	% Retorno	Capital Final (€)
1%	214 325	13%	1 878 328
2%	247 116	14%	2 324 593
3%	287 275	15%	2 883 859
4%	336 661	16%	3 584 728
5%	397 619	17%	4 462 890
6%	473 100	18%	5 562 818
7%	566 824	19%	6 939 867
8%	683 473	20%	8 662 840
9%	828 935	21%	10 817 148
10%	1 010 612	22%	13 508 679
11%	1 237 801	23%	16 868 530
12%	1 522 166	24%	21 058 793

Faça-me o favor de digerir bem os números da tabela.

Agora reflita nos seguintes comentários:

- Na zona de retornos baixos (1 a 5%), cada ponto percentual não faz muita diferença. O investidor que comece com 20 000 €, que reforce o seu investimento com 2 400 € por ano (200 €/mês) e que aumente esse reforço 5% ao ano, se obtiver uma rentabilidade média anual de 1%, passados trinta anos tem 214 325 €. E se em vez de 1% tiver 5% de retorno, terá 397 619 €. Este parece-me ser o máximo que um

investidor que não invista em ações, que invista antes em produtos financeiros de baixo risco/baixo retorno, poderá almejar;

- Entre os 6% e os 10% de rentabilidade média anual, que poderá ser obtida através de investimentos em ETFs ou fundos de ações que venham a ter bastante sucesso, o valor da riqueza já é substancialmente mais alto, mas ainda assim, só nos 10% de retorno é que passa a fasquia do 1 000 000 €;
- Na zona de retorno elevado (15% a 24%) cada ponto percentual faz uma enorme diferença, no entanto a tentativa de ir para retornos realmente muito elevados (acima dos 20%) pode deitar tudo a perder, se tiver por base um risco acima do recomendável. Apenas estratégias de investimento diversificadas e com risco bem controlado poderão durar os trinta anos do estudo;
- Repare na diferença entre ganhar 8% e ganhar 18%... são $5\,562\,818 - 683\,473 = 4\,879\,345$ €! Esta diferença é muito mais do que a esmagadora maioria dos portugueses ganha numa vida inteira de trabalho. Portanto, não é a mesma coisa obter um retorno médio ou obter um retorno elevado dos seus investimentos, existe uma enorme diferença. Esta enorme diferença exige que você leve muito a sério os seus investimentos.

É evidente que pode pegar no excel e fazer simulações para níveis muito diferentes de capital inicial, n.º de anos de investimento e % de retorno médio anual.

Este exemplo serviu apenas para demonstrar uma realidade matemática que, penso eu, é pouco difundida: é que não tem nada a ver obter um retorno médio ou um retorno elevado.

Posto isto, é de suprema importância conhecer e aplicar uma estratégia de investimento que pelo menos permita almejar a obtenção de um retorno elevado.

3.3. A importância em termos de Rendimento

No exemplo do tópico anterior foquei-me na Riqueza, porém mencionei um reforço anual de 2 400 € que crescesse 5% ao ano. Ora, no segundo ano este esforço de poupança/investimento representaria 210 € por mês, porém no 30º ano esse esforço já iria nos 864 € por mês, o que mesmo considerando uma taxa de inflação média anual de

2% representaria 477 €/mês em euros de 2017. Este valor provavelmente será um esforço de poupança/investimento incomportável, ou indesejável, para a maioria dos pequenos investidores.

Só que, as ações, sendo o mais belo produto de investimento jamais inventado, contém um ingrediente especial e adicional, que são os Dividendos. Os dividendos constituem também um rendimento pessoal, de tal forma que, tendo em conta também a % de retorno, podem atingir um nível que supera largamente o seu esforço de poupança, de tal modo que a partir de certa altura começa a retirar mais dos seus investimentos em ações, do que a investir.

Dependendo do retorno médio anual que obtiver dos seus investimentos, o n.º de anos que demora a que o montante recebido em dividendos ultrapasse o valor dos seus reforços, varia. Esta realidade está traduzida na seguinte tabela:

Capital Inicial = 20 000 €			
% Retorno	Nº Anos para Div > Reforço	% Retorno	Nº Anos para Div > Reforço
1%	37	13%	14
2%	32	14%	13
3%	29	15%	13
4%	26	16%	12
5%	23	17%	12
6%	22	18%	11
7%	20	19%	11
8%	19	20%	11
9%	17	21%	10
10%	16	22%	10
11%	15	23%	10
12%	15	24%	9

Portanto, se a taxa de rendibilidade for de 1%, só passados 37 anos é que o investidor estará a retirar mais do mercado do que a investir. Se for 12%, demora 15 anos e se for a taxa máxima, os 24% ao ano, mesmo assim serão necessários nove anos a investir para começar a recolher os frutos.

Claro que é possível investir apenas o capital inicial e não fazer mais nenhum reforço, mas essa estratégia diminui bastante o valor final e não é recomendável. A poupança e o investimento devem constituir uma estratégia financeira constante e orientada para o longo prazo.

Voltando aos 18% mencionados no ponto anterior como um retorno elevado - mas possível - passados 11 anos o investidor começa a receber mais em dividendos do que o reforço que é suposto fazer, pelo que não só a sua riqueza líquida pessoal vai aumentando, como o seu rendimento anual também vai subindo.

Estes dados pressupõem que o *dividend yield* do Portfolio de ações começa em 1% e vai crescendo 0,1 pontos percentuais ao ano.

Agora, uma informação que julgo também será interessante é, tendo em conta os pressupostos ...

(capital inicial de 20 000 €, reforço anual de 2 400 € a crescer 5% ao ano, *dividend yield* inicial de 1% a crescer 0,1 pontos percentuais por ano e 30 anos de investimentos)

... qual seria o rendimento mensal do investidor, tendo em conta as diferentes percentagens de retorno, no ano 30? A seguinte tabela responde a esta questão:

Capital Inicial = 20 000 €			
% Retorno	Rendimento Mensal ano 30	% Retorno	Rendimento Mensal ano 30
1%	-168	13%	5 240
2%	-61	14%	6 691
3%	69	15%	8 508
4%	230	16%	10 786
5%	428	17%	13 640
6%	673	18%	17 215
7%	978	19%	21 690
8%	1 357	20%	27 290
9%	1 830	21%	34 291
10%	2 420	22%	43 039
11%	3 158	23%	53 958
12%	4 083	24%	67 577

Portanto, se o retorno for de 5% ao ano, o rendimento mensal no ano 30 oriundo de dividendos (os dividendos normalmente são distribuídos com periodicidade anual, mas dividindo por 12 obtém-se o rendimento mensal) será de 428 €. Se o retorno médio for de 10%, o rendimento mensal já será de 2 420 € (um excelente complemento de reforma).

Mas quando vamos para os retornos elevados vemos um rendimento oriundo de dividendos absolutamente fantástico: 8 508 €/mês para o caso de 15% e 17 215 € por mês no caso de ter obtido 18% de rentabilidade média anual.

É claro que, quanto maior o retorno médio anual, maior o bolo final e esse património mais elevado naturalmente gera mais rendimento oriundo dos dividendos.

Quem investir e poupar em ações e obtiver um retorno médio anual elevado, não só fica rico, como terá uma reforma dourada com um rendimento elevadíssimo em comparação com os padrões médios na Europa (e especialmente em Portugal).

Portanto, volto a referir e penso que agora já concordará comigo que, obter um retorno elevado dos seus investimentos é absolutamente crucial. É algo que vale a pena estudar e trabalhar bastante para obter.

Em termos estritamente financeiros, provavelmente é mais importante a taxa de retorno dos seus investimentos do que tudo o que fizer na sua vida profissional.

Por exemplo, é mais relevante a taxa de retorno do que o seu salário, porque o salário dificilmente crescerá muito, no fundo, o que é que vai mudar se receber 5% a mais ou a menos? Nada de especial, mas se tiver uma taxa de retorno 5 pontos percentuais mais elevada ... aí existirá um mundo de diferença, milhões de euros de diferença que possibilitam milhares de euros de rendimento mensal na reforma.

Não existe objetivo financeiro mais importante do que obter um retorno elevado dos seus investimentos.

Mas, a pergunta impõe-se, é possível?

3.4. É possível?

Nos 15 anos entre 2002 e 2017, os índices PSI All Share (Portugal), CAC All Share (França), AEX All Share (Holanda) e BEL All Share (Bélgica), respetivamente e em termos de média anual, subiram: 4,3%, 5,2%, 4% e 5,6%.

Vejamos os gráficos respetivos:



(clique na imagem para ver o vídeo)

A média foi +4,8% ao ano, mas nas 500 ações cotadas na Euronext que estou a analisar, existiram bastantes que subiram mais do que a média, muitas até que valorizaram a uma taxa média anual igual ou superior a 15%. Quer ver? Tem aqui 50 exemplos:



(clique na imagem para ver o vídeo)

Nota: Os retornos apresentados no vídeo não incluem os dividendos.

Portanto, bastaria investir numa destas ações, ou num conjunto delas, para obter um retorno médio anual superior a 15%. Mas, foram apenas 50 em 500 ações que valorizaram assim, ou 1 em 10.

A diversificação é essencial para que se apanhem várias ações com esta qualidade e outras que, não valorizando tanto, pelo menos valorizem alguma coisa em termos de média anual.

Como verá no resto deste e-book, a Análise Fundamental de ações individuais permite identificar, com racionalidade económica, as ações que têm um verdadeiro potencial de crescimento em termos de longo prazo.

O meu objetivo neste ponto era demonstrar que é possível obter um retorno elevado dos seus investimentos em ações e penso que esse objetivo foi alcançado.

3.5. Então e os *drawdowns*?

Drawdown significa percentagem de queda desde o máximo até ao mínimo.

Certamente terá reparado que, embora aquelas 50 ações tenham subido muito, na maior parte dos casos a valorização foi pouco linear ... algumas ações tiveram períodos de valorização repentina seguidos de quedas avassaladoras e só depois retomaram a tendência ascendente de longo prazo.

Penso que será útil averiguar qual foi o *drawdown* máximo de cada uma daquelas 50 ações:



(clique na imagem para ver o vídeo)

Apesar destes *drawdowns* a rentabilidade média destas 50 ações foi igual ou superior a 15% ao ano, pelo que o investidor poderia ignorar completamente os *drawdowns* e mesmo assim obter um retorno elevado, desde que estivesse investido nas ações certas à partida.

Porém, a Análise Fundamental de ações individuais também permite minimizar a exposição a estes *drawdowns*, porque para além de identificar as ações com grande potencial de subida, também se preocupa com o preço a pagar por essas ações, de forma a evitá-las quando estão muito sobreavaliadas e a acumulá-las quando estão subavaliadas.

3.6. Como seleccionar as ações vencedoras e saber se o preço é atrativo?

A missão dos analistas/investidores é seleccionar as ações vencedoras em termos de longo prazo e adicioná-las ao Portfolio quando a valorização está atrativa, ou seja, quando estão subavaliadas pelo mercado.

Para vencer este duplo desafio desenvolvi, ao longo dos anos (é um processo que continua), um modelo de análise fundamental com 18 passos, ou tópicos, que encontra na 4ª Parte.

4. Modelo de Análise

4.1. Introdução à Análise

Começo por descrever aquilo que me fez analisar esta ação, qual foi a motivação? Pode ter sido porque a análise me foi solicitada, ou porque consumi um produto/serviço da empresa em questão, ou porque li uma notícia relevante, ou porque a cotação da ação estava a subir ou a descer muito naquela sessão, ou, finalmente e simplesmente, porque era a próxima da lista a analisar.

Alguma razão terá existido para escolher analisar esta ação e não outra e quero sempre deixar essa motivação escrita para referência futura.

4.2. Apresentação

4.2.1. Descrição da Empresa

Nesta secção faço um resumo da atividade da empresa: qual o setor de atividade? Em que segmentos se divide o negócio e qual o peso de cada um? Qual a distribuição geográfica da origem das suas receitas? Quais os seus produtos/serviços e se for o caso, que marcas detém? Qual é a história da empresa, quando é que foi fundada e quais os acontecimentos mais marcantes? Quantos colaboradores tem, ou, caso seja uma empresa capital intensiva, quais são os seus principais ativos?

A Reuters tem um resumo para cada empresa que responde a algumas destas questões, porém costumo encontrar a informação mais atualizada e aprofundada nos próprios *websites* das empresas.

4.2.2. Principais Acionistas

Depois de conhecer razoavelmente a atividade da empresa quero saber quem é que detém a sua propriedade, ou seja, quem são os maiores acionistas? Costumo reunir a lista dos dez indivíduos/entidades com mais ações, pois essa informação dá-me algumas pistas que considero úteis:

- Por exemplo, se a empresa for controlada por uma Família, com mais de 50% do capital, considero que é um fator positivo, porque a Família em princípio não quererá ver diluída a sua posição e terá muita experiência na gestão do negócio;
- Se o Estado for o maior acionista esse é um fator negativo, pois outros valores (de cariz social ou político), que não a criação de valor para os acionistas, poderão sobrepor-se;
- Se o *free float* – percentagem do capital que está nas mãos do público investidor – for muito reduzida (tipo, menos de 10%), isso em princípio significará que a ação tem pouca liquidez e por isso terá uma valorização inferior. Por outro lado, se o *free float* for muito elevado (superior a 80%), isso pode significar que o capital está de tal forma espraído que ninguém manda verdadeiramente na empresa, a não ser a Equipa de Gestão, que neste caso poderá não ter os seus interesses alinhados com os dos acionistas;
- Se os dez maiores acionistas forem todos fundos de investimento, fico com algumas dúvidas em relação à sua *expertise* para gerir o negócio ou escolher os mais competentes para gerir e fazer crescer a empresa.

Para mim, numa situação ideal, as Famílias dos fundadores ainda têm uma percentagem muito significativa do capital e o restante está distribuído por fundos de investimento, com um *free float* superior a 30% do capital, grosso modo.

4.2.3. Equipa de Gestão

A análise à Equipa de Gestão é um tópico que introduzi muito recentemente no modelo de análise e que é algo subjetivo. É difícil, especialmente nas empresas estrangeiras, avaliar a capacidade de gestão de pessoas que, na maior parte dos casos, desconhecemos.

Mas, em termos gerais, aprecio quando os grandes acionistas estão presentes na gestão da empresa, como por exemplo nos casos da Sonae SGPS e da L.V.M.H.

É positivo que a Equipa de Gestão tenha *skin in the game*, que é como quem diz, tenha uma posição acionista relevante na empresa, para que os seus interesses estejam alinhados com os dos demais acionistas.

Alguns gestores têm uma reputação de elevadíssima competência e confiança e só por causa da sua presença as ações transacionam com múltiplos de valorização superiores.

4.3.3. Contexto Histórico

4.3.3.1. Gráfico de Longo Prazo

Nesta secção apresento o gráfico de longo prazo da cotação, se possível desde a entrada em Bolsa. Através do serviço da Reuters Data Link (dados desde 1980) e do software de gráficos Metastock providencio o gráfico de longo prazo, com as fases de subida e descida mais prolongadas e os valores máximos e mínimos em termos históricos.

Este gráfico serve para averiguar as grandes tendências de longo prazo da cotação, embora, tal como referi em pontos anteriores, a cotação da ação seja apenas uma consequência dos fundamentais da empresa.

Também utilizo o gráfico de longo prazo para obter a cotação de final de cada ano para, multiplicando pelo n.º de ações emitidas na altura, saber qual era o Valor de Mercado da empresa.

4.3.3.2. Evolução do N.º de Ações e Valor de Mercado

Ao contrário do que muitos investidores pensam, o número de ações emitidas pelas empresas não é fixo, pode variar de muitas formas.

Vou enunciar onze formas, ou razões, pelas quais o n.º de ações emitidas por uma empresa pode alterar-se:

1ª – A empresa precisa de dinheiro para fazer face a prejuízos, portanto faz um aumento de capital, pedindo mais investimento aos acionistas e outros potenciais investidores;

2ª – A gestão quer adquirir outra empresa e para isso emite novas ações para pagar aos acionistas da empresa adquirida com ações;

3ª – A gestão pretende avançar com um plano de investimentos agressivo e para isso precisa de capital: a principal função do mercado de capitais é financiar as empresas, pelo que o n.º de ações pode aumentar devido a um aumento de capital para financiar o crescimento. É curioso que, no final da década de 90, de cada vez que uma empresa anunciava um aumento de capital a cotação subia, tal era o otimismo (e também alguma ignorância) dos investidores!

4ª – A gestão distribui prémios aos administradores e outros colaboradores sob a forma de novas ações;

5ª – Pode haver uma troca de dívida, ou obrigações, por novas ações emitidas pela empresa;

6ª – A gestão pode considerar as ações da empresa subavaliadas e lançar um programa de compra de ações próprias. Este tipo de programas pode ser criado por outros motivos, por exemplo, a remuneração dos gestores estar relacionada com a cotação da ação, a existência de *stock options*, etc;

7ª – Podem existir opções de compra de novas ações a um determinado preço. Por vezes, como incentivo, o Conselho de Administração das empresas dá opções de compra de ações (*stock options*) a um determinado conjunto de colaboradores chave (por vezes é aos empregados todos, mas é raro) a um preço pré-determinado, geralmente acima da cotação de mercado. Imaginemos que o preço das *stock options* é 5 € por ação e a cotação está a 4 €. Se a cotação subir até aos 6 €, é natural que os gestores queiram exercer a sua opção de comprar ações a 5 €, pois o lucro é garantido (compram a 5 € e vendem a 6 €). Essas ações têm de ser emitidas e isso aumenta o N.º de Ações o que naturalmente tem efeito no Valor de Mercado;

8ª – Podem existir obrigações convertíveis, ou seja, se a dívida não for paga, as obrigações transformam-se em ações, aumentando o n.º de ações emitidas;

9ª – Um *stock split*. Se a cotação da ação subir muito, a gestão pode optar por duplicar, triplicar ou até decuplicar o n.º de ações, porém no caso do *stock split* não existe qualquer efeito no valor de mercado, pois a cotação ajusta-se quase automaticamente, refletindo o valor de mercado anterior. Este ajuste é quase automático porque o *stock split* é anunciado com antecedência e os investidores veem que ficaram com mais ações na conta, é um processo muito transparente;

10ª – *Reverse split* é o inverso do *stock split*. Se a cotação descer muito – tal como aconteceu no BCP – fundem-se ações para obter uma cotação superior. No caso do BCP cada 75 ações transformaram-se numa. O Valor de Mercado não se alterou porque a cotação após o *Reverse Split* ficou 75 vezes mais alta;

11ª – Pagar dividendos com novas ações. Esta prática é inexistente em Portugal, porém é bastante comum na Europa do Norte, especialmente na Holanda, onde muitas empresas dão a opção aos acionistas de receberem os dividendos em novas ações em vez de ser em dinheiro, reduzindo assim os custos com comissões que seriam incorridos caso os acionistas fossem reinvestir os dividendos. Esta prática é benéfica para as empresas porque permite que mantenham mais *cash* no seu Balanço;

Apesar de todas estas razões para que o N.º de Ações varie, a maior parte das empresas cotadas mantém esse n.º mais ou menos contante ao longo do tempo. É muito importante conhecer o passado das empresas em termos de evolução do n.º de ações emitidas, pois se a empresa for aquilo que chamamos uma diluidora crónica, ou seja, se tem o hábito de emitir novas ações “por tudo e por nada”, dificilmente a cotação subirá em termos de longo prazo, pois com mais e mais ações emitidas, cada uma delas terá tendência a valer menos. Pelo contrário, as empresas que vão adquirindo ações próprias no mercado, especialmente quando estas se encontram subavaliadas, naturalmente

terão tendência a valorizar em termos de longo prazo, ainda que este seja apenas um indicador que terá de ser conjugado com outros que conheceremos mais à frente.

Presenciamos um certo paradoxo no mercado de capitais: a sua principal função é financiar as empresas, mas nós, investidores, preferimos comprar ações de empresas prósperas que não necessitam de financiamento!

Uma segunda função do mercado de capitais é avaliar as empresas de forma objetiva, ou seja, atribuir um valor monetário a cada empresa. Esse valor designa-se por Valor de Mercado, ou Capitalização Bolsista, e obtém-se através da seguinte fórmula:

$$\text{Valor de Mercado} = \text{N.º de Ações Emitidas} * \text{Cotação}$$

Repare que para este cálculo contam todas as ações emitidas pela empresa e não apenas as que pertencem ao *free float*. Uma empresa cotada em Bolsa tem a sua propriedade dividida e representada por ações e todas essas ações, a multiplicar pelo preço de cada uma (cotação), dá-nos o valor total da empresa, ou Valor de Mercado.

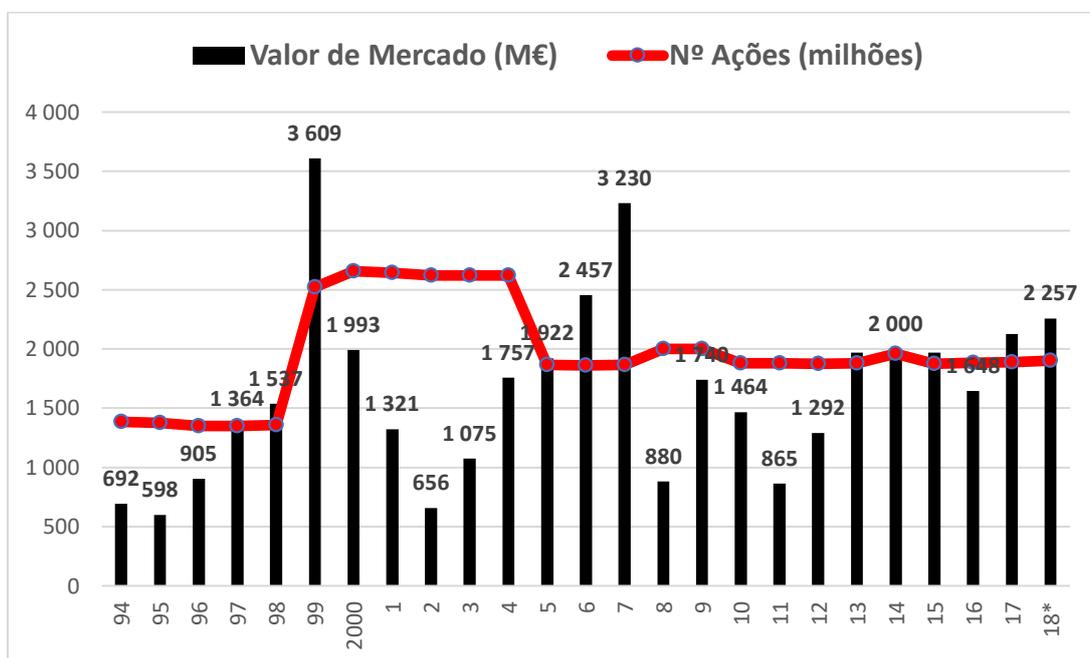
Neste tópico da análise construo um gráfico com o n.º de ações emitidas em termos históricos e, multiplicando esse n.º pela cotação de fecho de cada ano, obtenho a Capitalização Bolsista de cada ano, que é uma informação bastante mais útil que a mera evolução da cotação.

Por vezes chegamos à situação estranha em que uma ação que agora está cotada a 1 €, na realidade vale mais, ou seja, tem um Valor de Mercado superior, do que quando estava cotada a 5 €! Isto acontece se o n.º de ações emitidas, entretanto tiver mais do que quintuplicado. Neste género de casos a indicação dada pelo gráfico da cotação é bastante enganadora, uma vez que a cotação está 80% mais baixa, no entanto o Valor de Mercado é mais elevado.

Por tudo isto, analisar o gráfico da cotação tem a sua utilidade, mas é preciso ter noção que o Valor de Mercado também depende do N.º de Ações Emitidas e que, para

conhecer o Valor que os acionistas atribuíram à empresa no passado, é preciso calcular a fórmula acima para cada ano do estudo.

Vou dar aqui o exemplo gráfico da Sonae SGPS, para que se tenha uma imagem do que estou a falar:



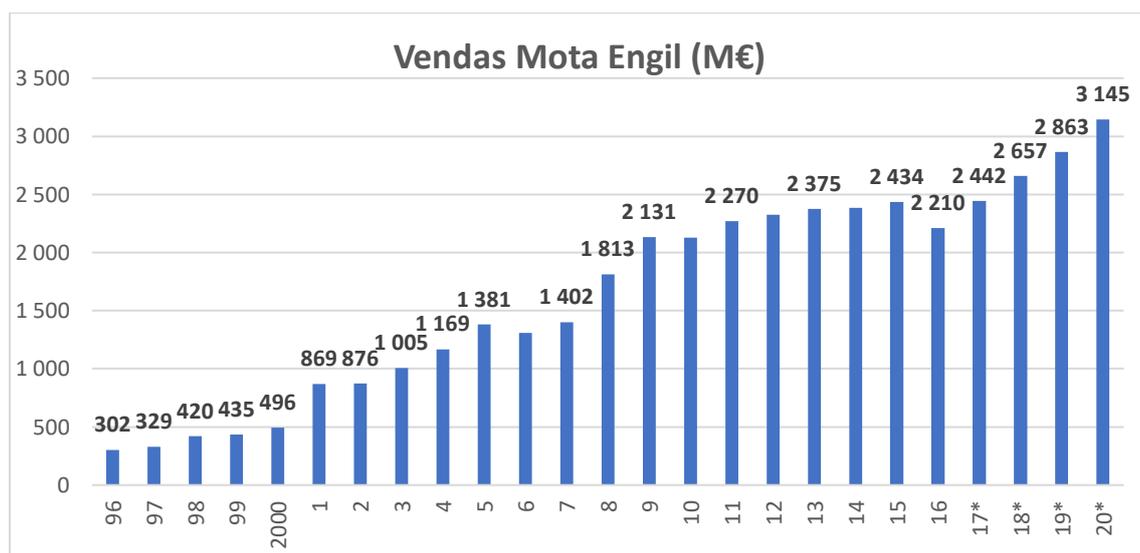
4.3.3.3. Evolução das Vendas e *Price to Sales Ratio*

Uma empresa cotada em Bolsa em princípio venderá bens e/ou serviços e terá um valor de Vendas anuais.

Escrevi “em princípio” porque existem empresas cotadas que não vendem nada, como por exemplo biotecnológicas ainda em fase de investigação e testes, empresas do setor mineiro com minas sem operações, ou por exemplo empresas do setor imobiliário com terrenos e edifícios em fase de construção. Apesar de existir este tipo de exceções, a quase totalidade das empresas cotadas obtém receitas das suas atividades.

As Vendas podem ser designadas por Receitas, Volume de Negócios, Réditos, ou Rendimentos Operacionais, mas estas expressões são sinónimas e representam a mesma realidade económica, pelo que, para simplificar, costumo designá-la sempre por “Vendas”, independentemente da expressão utilizada pela empresa em causa.

Uma empresa cotada obrigatoriamente apresentará um Relatório & Contas anual, que contém uma Demonstração de Resultados. A primeira linha dessa Demonstração de Resultados é o valor que a empresa vendeu nesse ano, as Vendas anuais. Consultando os Relatórios & Contas dos anos passados (ou um serviço de informação financeira como a Reuters Eikon ou a Bloomberg) é possível obter o valor das Vendas para cada ano e construir um gráfico com a evolução ao longo do tempo. Vejamos um gráfico deste género para, por exemplo, a Mota-Engil:



Como podemos ver no gráfico, em 1996 a Mota Engil obteve Vendas de 302 M€ e em 2017 esperam-se Vendas de 2 442 M€.

Nota: os valores dos anos com () tratam-se de estimativas.*

É essencial construir um gráfico deste tipo para qualquer empresa que se esteja a analisar, pois mostra-nos se a empresa tem conseguido aumentar as suas Vendas ao longo dos anos (é o caso da Mota Engil), ou se tem um carácter mais cíclico (Vendas sobem e descem) ou se é uma empresa que tem vindo a vender cada vez menos. Com este gráfico procuramos identificar a tendência de longo prazo das Vendas.

É fácil perceber que uma empresa que vá vendendo mais e mais ao longo dos anos (considerando todos os outros fatores constantes), em princípio valerá cada vez mais

em Bolsa, ou seja, terá um Valor de Mercado cada vez mais alto. Isto tem uma lógica evidente, porém, faço aqui duas ressalvas:

1ª – Os outros fatores nunca são constantes, pelo que a tendência das Vendas é apenas um dos indicadores a considerar, que terá forçosamente de ser conjugado com muitos outros;

2ª – Como vimos no ponto 4.3.2., nem sempre a um Valor de Mercado mais elevado corresponderá uma cotação mais alta, porque o Valor de Mercado também depende do N.º de Ações emitidas.

Num conjunto alargado de empresas cotadas (várias centenas), encontram-se todos os tipos de tendências das Vendas anuais e, na maior parte dos casos, existe uma evidente correlação positiva entre essa tendência das Vendas e a tendência da cotação em termos de longo prazo.

Se o analista conseguir prever quais são as empresas que irão aumentar consideravelmente as suas Vendas nos próximos anos terá uma probabilidade maior de selecionar as ações que irão valorizar bastante. Isto em termos muito gerais, mas existem algumas exceções, que iremos conhecer ao longo deste *e-book*, mas vamos tratar já da primeira, que tem a ver com o preço pago por essas Vendas anuais, o Múltiplo das Vendas, ou *Price to Sales Ratio*:

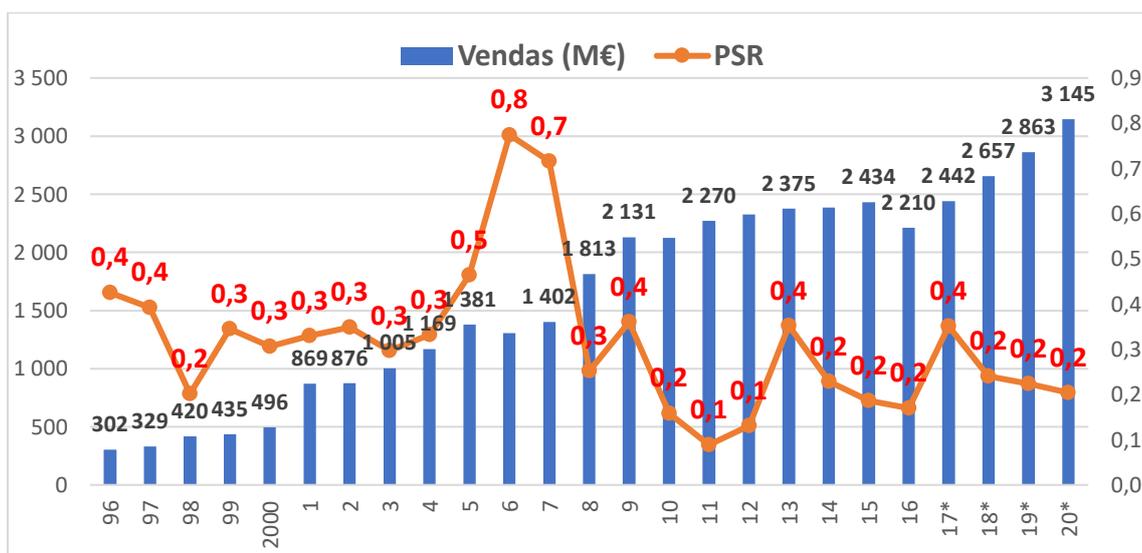
Price to Sales Ratio = Valor de Mercado / Vendas Anuais

O *Price to Sales Ratio* (PSR) mede a relação entre o Valor de Mercado e as Vendas Anuais e quanto mais alto o seu valor, mais sobreavaliada estará a empresa, e quanto mais baixo, mais subavaliada.

Se o PSR for 2, a empresa está valorizada pelo dobro das suas Vendas anuais e se o PSR for 0,5, está avaliada por metade das suas Vendas anuais.

O PSR pode oscilar de forma muito extremada, por exemplo, existem empresas cotadas com um PSR inferior a 0,1 (valem menos de um décimo do que vendem) e cotadas com um PSR superior a 10 (valem mais de dez vezes mais do que vendem). Esta é uma amplitude de mais de 100 vezes e os valores muito extremados serão certamente explicados por outros indicadores de Análise Fundamental.

Voltando ao nosso gráfico das Vendas anuais da Mota Engil, ele será ainda mais útil se, ao valor das Vendas anuais, lhe juntarmos o PSR atribuído pelos investidores no final de cada ano:



Repare-se que, por vezes os investidores estiveram pessimistas em relação às perspectivas da Mota Engil e atribuíram-lhe um PSR baixo, que indica subavaliação. Noutras alturas, como em 2006/2007, estiveram otimistas e valorizaram a Mota Engil em 80%, ou 70% das suas Vendas nesses anos.

Faz sentido económico comprar ações da Mota Engil quando a empresa está subavaliada (com um PSR entre 0,1 e 0,2) e vendê-la quando fica sobreavaliada (PSR entre 0,7 e 0,8). Vejamos como se aguenta esta “teoria” na realidade:



Aguenta-se bastante bem, uma estratégia de comprar a Mota Engil com um PSR baixo e vendê-la com um PSR alto em termos históricos trouxe bons resultados. É previsível que continue a ser assim no futuro, porque este método tem racionalidade económica: é melhor comprar uma empresa por 10% a 20% do que ela vende num ano, do que por 70% a 80%.

A exceção que mencionei há pouco, que tem a ver com uma subida das Vendas e queda da cotação, é explicada aqui pelo nível do PSR. Repare-se que, de 2007 para 2008, as Vendas da Mota Engil subiram de 1 402 M€ para 1 813 M€, no entanto a cotação desceu 54%, porque o PSR se comprimiu de 0,7 para 0,3.

É possível as Vendas anuais subirem, mas se a empresa estiver previamente sobreavaliada, a cotação descer.

Claro que, volto a frisar, a tendência de evolução das Vendas anuais e o nível do PSR são apenas dois indicadores, de uma panóplia que devemos considerar para termos o quadro completo e chegarmos a uma conclusão sólida e segura.

O *Price to Sales Ratio* deve ser visto em termos históricos, mas também pode ser usado para comparar empresas do mesmo setor. Considerando tudo o resto igual (embora nunca seja), devem ser preferidas as empresas com um PSR mais baixo.

A evolução das Vendas anuais dá-nos uma ideia da tendência a muito longo prazo, enquanto que o *Price to Sales Ratio* é uma medida de subavaliação/sobreavaliação e dá indicações mais de médio prazo.

É boa ideia investir em empresas com tendências de crescimento a muito longo prazo numa fase em que estejam subavaliadas pelos investidores.

4.3.3.4. Lucro, Margem Líquida e PER

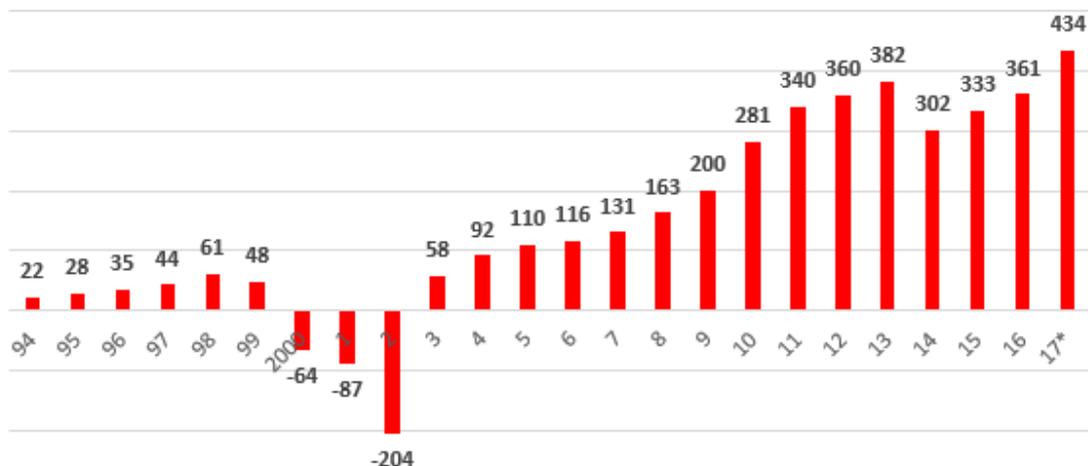
No ponto anterior falámos de Vendas, que são importantes, mas na realidade aquilo que mais interessa aos investidores é o Lucro que a empresa obtém ano após ano.

Obviamente, uma empresa que lucra muito, vale muito e uma que lucra pouco, vale pouco.

O principal fator explicativo das mudanças de longo prazo nas cotações tem a ver com alterações no seu Lucro anual. Se uma empresa que dá Prejuízo, ou que lucra pouco, se tornar mais competitiva, inovadora e aumentar substancialmente o seu Lucro anual, será bastante mais valorizada pelos investidores e o seu Valor de Mercado, a sua cotação, terá tendência a subir.

Por exemplo, veja-se a correlação do nível do Lucro anual da Jerónimo Martins com a sua cotação:

Resultado Líquido Jerónimo Martins



Em 2008 houve uma divergência, pois a cotação descaiu por causa do pessimismo do mercado em geral, mas como esse pessimismo - especialmente no caso da Jerónimo Martins - era infundado (o Lucro continuou a aumentar ano após ano), a cotação recuperou rapidamente dessas quedas e continuou a sua tendência ascendente de longo prazo.

Tal como fizemos para as Vendas, é essencial conhecer o passado da empresa em termos do seu Resultado Líquido anual. Outro indicador que considero bastante útil é o da Margem Líquida:

$$\textit{Margem Líquida} = \textit{Lucro} / \textit{Vendas}$$

Por vezes grandes mudanças no Lucro das empresas não advêm de aumentos das Vendas, mas sim de cortes de custos, tornando a empresa mais eficiente. Se a empresa for mais eficiente, e se lucrar mais para os seus acionistas, será mais atrativa e as suas ações terão tendência a valorizar.

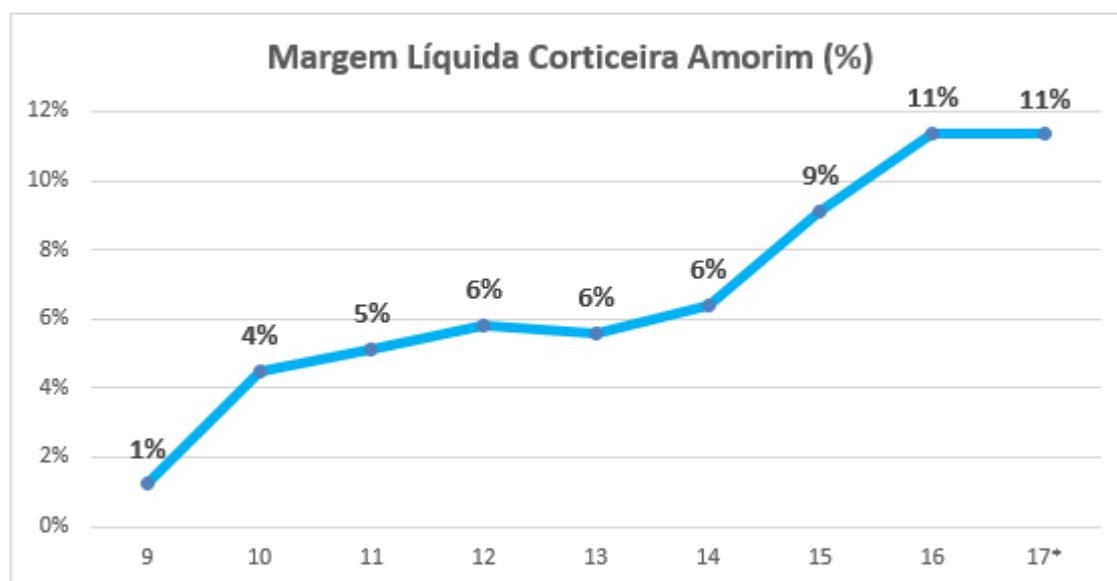
O Lucro de um ano adiciona ao Capital Próprio (a parte que não é distribuída sob a forma de Dividendos), pelo que até em termos meramente contabilísticos a empresa valerá mais.

A Margem Líquida diz-nos, em percentagem, quanto é que a empresa lucra por unidade de vendas, ou, dito de outra forma, quantos cêntimos lucra por cada euro de vendas? Algumas empresas lucram apenas 1 cêntimo por cada euro de vendas (a Margem Líquida é 1%, a empresa é pouco lucrativa) e outras empresas lucram 20 ou 30 cêntimos por cada euro de Vendas (Margens Líquidas da ordem dos 20% ou 30% são relativamente raras e só costumam surgir em empresas muito inovadoras ou com grandes barreiras à entrada de concorrentes).

Por vezes as empresas só conseguem ir subindo as suas Vendas ao ritmo de uns 5% ao ano (um pouco acima do crescimento do PIB), mas o Lucro aumenta a um ritmo muito mais elevado, tipo 20% ao ano. Isto acontece quando a Margem Líquida está a expandir-se e esse é um fator deveras positivo. Uma empresa que consiga passar de uma Margem Líquida de 1% para 10% vê o seu Lucro (e provavelmente o seu valor em Bolsa) decuplicar, mesmo que as Vendas se mantenham mais ou menos na mesma.

Antes de apresentar um gráfico do Lucro anual complementado pela linha da Margem Líquida, quero ainda tecer o seguinte comentário: indústrias com margens líquidas muito baixas não são atrativas para potenciais competidores e dessa forma poderão estar mais protegidas, enquanto que indústrias com margens líquidas muito elevadas (eu costumo chamar-lhes “gordas”, tipo “galinhas gordas”) são extremamente apetecíveis para novos competidores. Uma empresa com uma Margem Líquida muito gorda (tipo, de 25%), mas sem barreiras à entrada, sem nenhum fosso a defendê-la, estará extremamente vulnerável a um surto de concorrência que esmagará as suas margens. A Margem Líquida pode ser um indicador extremamente útil para prever o Lucro no futuro.

Por exemplo, é certo que as Vendas da Corticeira Amorim têm aumentado, mas tem sido a expansão da Margem Líquida o principal fator de valorização da empresa em termos de longo prazo:



Para finalizar esta secção temos um dos indicadores mais populares e importantes da Análise Fundamental, o *Price to Earnings Ratio* (PER):

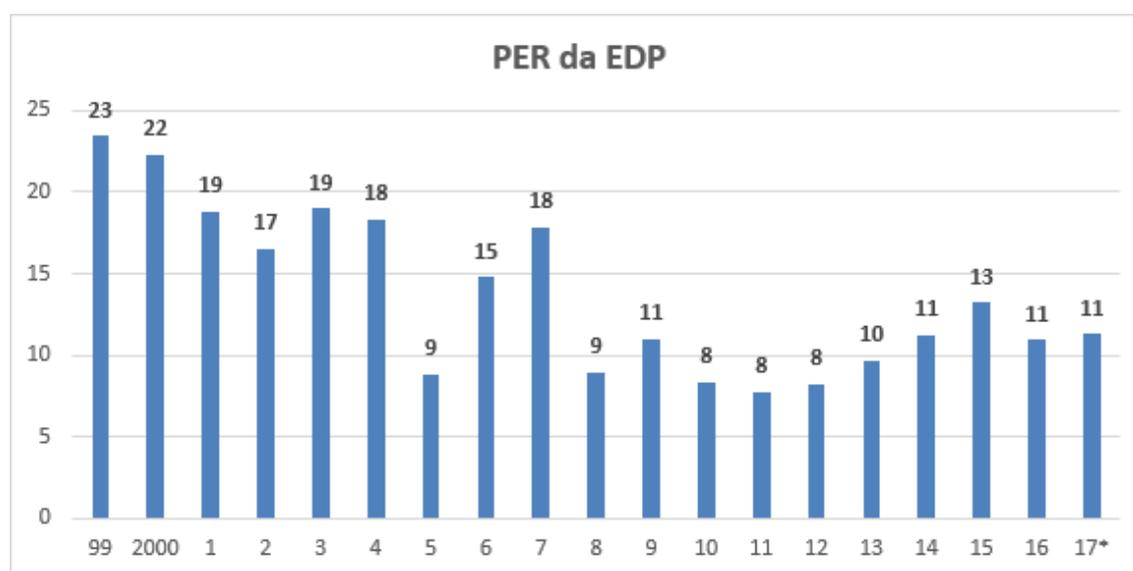
$$PER = \text{Valor de Mercado} / \text{Resultado Líquido}$$

A fórmula é tão simples que até o meu filho de 7 anos sabe calcular o PER, mas o de 14 já começa a saber interpretá-lo e o Pai, com 42, conhece-lhe as *nuances*.

Acho que podia escrever um *e-book* inteiro só sobre o PER, mas por enquanto tenho publicado o seguinte artigo, que é suficientemente profundo:

- [Compreender o PER](#)

Normalmente nas minhas análises coloco um gráfico com o PER em termos históricos, para comparar o nível atual com o passado e também fazer comparações entre empresas. Vejamos por exemplo o gráfico da evolução do PER da EDP:



A EDP tem um PER inferior ao do mercado em geral porque tem fracas perspetivas de crescimento. Como pode ler no artigo acima (num dia que tenha tempo), em termos de longo prazo, o PER tem tendência a igualar a taxa de crescimento do Lucro por Ação.

4.3.3.5. Return on Equity Operacional

O *Return On Equity* (ROE) operacional é um indicador que introduzi recentemente no modelo de Análise Fundamental, por influência de Warren Buffett, pois ao ler [50 das cartas anuais](#) que enviou aos acionistas desde 1965, percebi a lógica e utilidade do indicador.

$$\text{ROE Operacional} = \text{Resultado Operacional} / \text{Capital Próprio}$$

Nota: O Resultado Operacional pode ser substituído pelo Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)

Este indicador mede o retorno que a gestão consegue gerar (em termos operacionais), com o Capital Próprio que tem à sua disposição. O Warren prefere considerar o retorno em termos operacionais porque os juros e os impostos normalmente são custos exógenos à empresa e seria errado considerá-los para avaliar o desempenho da gestão num determinado ano ou série de anos.

Warren prefere negócios em que o ROE Operacional é consistentemente acima dos 20%, mas salvaguarda que têm também de ter uma situação financeira sólida, pois por vezes empresas muito endividadas, que têm um Capital Próprio pequeno, conseguem ROEs elevados, porém não é o “R” que é grande, o “E” é que é pequeno, não sei se me faço entender.

Nas cartas o Warren demonstra que aprecia que o Lucro seja retido pela empresa (contabilmente é adicionado ao Capital Próprio) e reinvestido para gerar ainda mais Lucro. Se a gestão da empresa consegue um retorno superior a 20% ao ano, ele não quer que a empresa lhe devolva o seu capital (sob a forma de dividendos), prefere que a gestão invista no crescimento da empresa e/ou, no caso de estar subavaliada, compre ações próprias no mercado.

4.3.3.6. Rácios do Balanço

Para além da Demonstração de Resultados (que dá informação financeira acerca de um período temporal) nos Relatórios e Contas das empresas encontramos também o Balanço, que demonstra a situação financeira numa determinada data, por exemplo 31 de dezembro.

A equação fundamental do Balanço é a seguinte:

$$\mathbf{Ativo - Passivo = Capital Próprio}$$

Depois o Ativo e o Passivo são divididos em curto prazo e longo prazo, sendo que a fronteira entre um e outro é um ano.

Nas minhas análises estudo três rácios do Balanço:

$$\mathbf{Current Ratio = Ativo curto prazo / Passivo curto prazo}$$

O *Current Ratio* mede a liquidez da empresa em termos de curto prazo, ou seja, a menos de um ano. Quando o Ativo de curto prazo é mais do dobro do Passivo de curto prazo, ou seja, o *Current Ratio* é superior a 2, a situação é descrita como saudável. Se for inferior a 1 e ainda mais, se for inferior a 0,5, a empresa poderá ter problemas em cumprir as suas responsabilidades a curto prazo. Quanto mais alto o *current ratio*, melhor.

$$\mathbf{Debt to Equity Ratio = Passivo / Capital Próprio}$$

O *Debt to Equity Ratio* mede a solvabilidade da empresa a longo prazo. Quanto mais baixo este rácio, melhor, sendo que abaixo de 0,5 a situação é descrita como financeiramente sólida em termos de longo prazo, pois nesse caso o Passivo será menos de metade do Capital Próprio. Se o *Debt to Equity Ratio* for muito elevado, por

exemplo acima de 5, havendo problemas no sistema financeiro a empresa poderá ter dificuldade em refinanciar a sua dívida em termos convenientes.

O *Current Ratio* e o *Debt to Equity ratio* são rácios de avaliação da situação financeira da empresa. Outro rácio que estudo nesta fase da análise é o *Price to Book Value*, que compara o Valor de Mercado com o Valor Contabilístico (sinónimo de Capital Próprio):

$$\textit{Price to Book Value} = \textit{Valor de Mercado} / \textit{Capital Próprio}$$

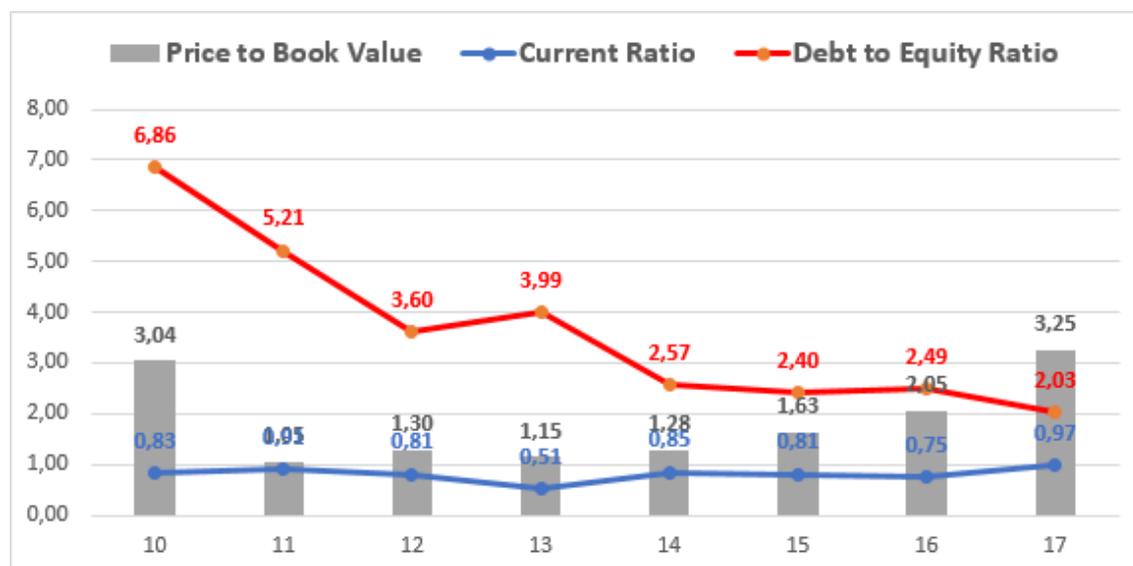
Quando o *Price to Book Value* (PBV) é 1, significa que o mercado e a contabilidade estão em perfeita sintonia, pois o Valor de Mercado é igual ao Valor Contabilístico. Mas é costume existirem grandes diferenças, por exemplo, existem empresas cotadas que têm um PBV inferior a 0,2 (valem menos de um quinto do seu Capital Próprio) ou um PBV superior a 5 (valem mais do quádruplo do valor atribuído pela contabilidade).

Em termos gerais, costuma considerar-se um PBV inferior a 0,5 indicativo de uma empresa subavaliada, e quando superior a 2 indicativo de uma empresa sobreavaliada, mas muitas vezes o valor intrínseco de uma empresa é muito diferente do seu valor contabilístico e os investidores hoje em dia valorizam uma empresa muito mais por aquilo que ela conseguirá gerar no futuro do que por aquilo que valeria se fosse encerrada hoje.

Benjamin Graham, autor do clássico *The Intelligent Investor* e mentor de Warren Buffett, falava em margem de segurança, no sentido de investir em empresas bastante abaixo do seu valor contabilístico, isto é, com um PBV inferior a 0,5. Warren Buffett evoluiu bastante dessas teses iniciais e hoje em dia não parece dar grande relevância ao PBV, pois critica diversas práticas contabilísticas que, no seu entender, subavaliam as empresas.

É útil calcular estes três indicadores não só neste momento, mas em vários anos passados, pois ainda mais importante que os seus níveis absolutos, poderão ser as

tendências. Vejamos um gráfico com estes três rácios que publiquei numa análise recente a uma empresa da Euronext Paris:



Vemos uma tendência de queda do *Debt to Equity Ratio* (fator positivo, ainda que o valor ainda seja elevado), uma subida ligeira do *Current Ratio* (também positivo) e que neste momento o PBV está nos 3,25, ou seja, o mercado está a avaliar a empresa em mais do triplo do seu Valor Contabilístico (fator negativo).

4.3.3.7. Fatores de Risco

Os Fatores de Risco encontram-se nos Relatórios & Contas anuais das empresas. Normalmente são 10 a 20 páginas de informação bastante útil para os investidores, pois estão ali identificados os principais riscos de um investimento nas ações e podemos avaliar, de acordo com a nossa sensibilidade e informação, a probabilidade desses riscos acontecerem.

Também encontramos nesta secção as estratégias e iniciativas levadas a cabo pela gestão de forma a minimizar a probabilidade de os riscos acontecerem, ou acontecendo, quais as formas pelas quais os seus efeitos negativos serão contidos e minimizados.

Alguns investidores, ao lerem a secção dos Fatores de Risco no Relatório & Contas ficam assustados e inseguros, porque a sua segurança prévia tinha a ver com ignorância em relação aos riscos. Sentiam-se seguros porque desconheciam os riscos.

Os investidores mais conhecedores não ignoram os riscos, estudam a probabilidade da sua ocorrência, a magnitude dos seus efeitos e de que forma a gestão está a trabalhar em relação à prevenção dos efeitos da potencial ocorrência desses riscos.

4.4. Perspetivas

4.4.1. Último Relatório de Gestão

Até este ponto estudámos números, rácios e tendências de métricas fundamentais, que são dados objetivos. Até aqui um computador, armado com inteligência artificial, provavelmente conseguiria fazer a análise.

Porém, neste tópico em que leio o último relatório de gestão (e existindo, a mais recente apresentação aos analistas), entro numa fase conhecimento da empresa em termos subjetivos, em que a arte, a experiência e a visão de futuro são imprescindíveis.

Ao ler o último relatório de gestão pretendo conhecer o contexto em que a empresa opera (monopólio, oligopólio, concorrência perfeita, mercado interno, mercado global, etc), os segmentos em que está envolvida e as suas variáveis críticas de sucesso/insucesso.

Adoro descobrir certos detalhes que são muito importantes para a empresa e distinguir-me dos analistas que apenas veem os números, fazem as contas e reagem. Não quero reagir, quero prever!

Para prever os números preciso de conhecer profundamente as operações da empresa, se possível no terreno. Ainda não cheguei ao ponto de visitar as fábricas e instalações das empresas cotadas, ou falar pessoalmente com os gestores, mas tenho amigos investidores (Subscritores do Borja on Stocks) que o fazem com uma certa regularidade e por vezes me passam informação (obtida de forma absolutamente legal) relevante e preciosa.

Algumas empresas são mesmo únicas, no sentido que no mundo inteiro não existe outra empresa com aquela capacidade/negócio. Essas ações são raras e por vezes não estão valorizadas de forma apropriada pelos investidores. Outras são empresas com negócios comuns, que encontramos em todo mundo, fazendo parte de um grupo mais ou menos homogêneo ... neste caso faço comparações para descobrir quais estão subavaliadas e sobreavaliadas.

4.4.2. Estimativas dos Analistas

Por esse mundo fora trabalham muitos milhares de analistas que seguem e estudam as empresas cotadas em Bolsa. Praticamente todas as corretoras e bancos (especialmente os bancos de investimento) têm departamentos de *research*.

Porém, algumas instituições, para terem custos e preços mais baixos, não têm departamentos de *research*. A DeGiro é uma dessas, é uma corretora *low cost* sem departamento de *research*.

Normalmente as peças de *research* estão acessíveis apenas aos clientes da própria instituição financeira. Por exemplo, a Goldman Sachs dissemina as suas peças pelos seus clientes, enquanto que o Deutsche Bank divulga as suas análises aos seus clientes. O público em geral só recebe uma pequena informação, normalmente a recomendação (tipo, BUY, HOLD ou SELL) e o *price target*, o que tem muito pouca utilidade.

Depois existem duas grandes empresas de informação financeira que estabelecem contratos para receber todas estas análises de todos, ou quase todos, os departamentos de *research*. Essas duas grandes empresas são a Thomson Reuters (que é cotada e vale mais de 20 mil M€) e a Bloomberg, que é privada e pertence ao antigo presidente da Câmara de Nova Iorque, Michael Bloomberg. Estas duas empresas vendem vários tipos de subscrições. A mais alta, que dá acesso a todas as análises, sobre todas as empresas do mundo, custa cerca de 2 000 €/mês. Depois existem níveis, cada vez mais baixos, que dão menos informação. Eu subscrevo o [Metastock Xenith](#), que me dá acesso ao nível mais baixo da Reuters Eikon, que fornece as estimativas médias dos analistas

para os próximos três anos. Também dá os últimos 5 anos de dados, ou seja, o passado, aquilo que podemos encontrar nos Relatórios e Contas das empresas.

Com o passar dos anos tenho vindo a dar cada vez menos relevância às estimativas dos analistas que, na maior parte dos casos, não passam de uma extrapolação para o futuro das tendências fundamentais mais recentes. De qualquer modo, neste ponto da análise apresento essas estimativas aos leitores (as Vendas e Lucro esperados para os próximos três anos), para que mais tarde possam comparar os números efetivos com aquilo que era esperado pelos analistas na data da publicação da análise.

O Warren Buffett não liga pevide às estimativas dos analistas, em termos numéricos só gosta de analisar factos e os factos pertencem todos ao passado. Não existem factos no futuro, apenas estimativas. Quando questionado se dava relevância às estimativas dos analistas, Warren respondeu secamente: "*I don't know what estimates are*".

Em 2018 foram introduzidas alterações regulatórias que visam separar o *research* da banca de investimento e da corretagem, isto é, está previsto que os investidores passem a pagar, de forma independente, pelo *research*. Esta mudança regulatória está a acontecer por causa dos conflitos de interesse entre as atividades de *research*, de banca de investimento e de corretagem.

Não vale a pena identificar quais são estes conflitos de interesse neste pequeno *e-book*, mas o Borja on Stocks surge nesta onda de independência do *research*, pois trabalhamos de forma independente de qualquer instituição financeira e somos financiados exclusivamente pelos Subscritores do serviço.

4.4.3. Gráfico de Curto Prazo

Antigamente, quando também era um analista técnico preso no caminho sem saída N.º 4, utilizava de forma muito intensa o *software* de Análise Técnica Metastock. Acabei por investir 1 000 € na compra vitalícia do *software*, mas hoje em dia não o uso para os propósitos com que foi criado.

Por exemplo, um analista técnico trabalha o gráfico de curto prazo introduzindo uma panóplia de indicadores e desenhando linhas, enquanto que eu posso fazer isso, mas é mais por ... desporto. Apresento o gráfico de curto prazo porque os leitores têm interesse nele, mas pessoalmente não dou relevância às oscilações de curto prazo, que não fornecem qualquer informação relevante sobre o que se vai passar nos anos seguintes, que é o que mais me interessa. Tenho o hábito de marcar os mínimos e máximos recentes, como se pode ver por exemplo neste gráfico da SEB, uma ação francesa:



Recentemente descobri uma nova utilidade para o gráfico de curto prazo, que tem a ver com identificar pontos de elevado volume e grandes *gaps up* e *down*, e depois ir averiguar qual foi a informação divulgada nesses dias que provocou uma reação exacerbada por parte dos investidores.

4.4.4. Tipo de Play

Cada ação poderá proporcionar um tipo de *play*, ou jogada.

Com a ajuda do livro *One Up on Wall Street* tenho vindo a desenvolver um conjunto de *plays* que me permite obter uma maior coordenação entre o género de oportunidade e as

expetativas que crio. É essencial enquadrar a oportunidade num tipo de *play*, pois cada *play* terá a sua motivação e potencial de valorização.

1ª Play – *Crescimento Lento*

Plays de crescimento lento são empresas que crescem mais ou menos ao mesmo ritmo que a economia, digamos, qualquer coisa entre 1% e 3% ao ano.

Em princípio não fará sentido investir para o longo prazo em ações deste género de empresas, pois à partida darão um retorno que deverá ser semelhante ao que poderia ser obtido com Obrigações do Tesouro, e as obrigações têm um risco inferior.

Apesar do crescimento lento e fraco potencial, estas ações costumam ser populares junto dos investidores, porque são empresas maduras, conhecidas de todos e a sua estabilidade transmite segurança. Também costumam pagar bons dividendos.

2ª Play – *Value Play*

Aqui incluo todas as ações em que a oportunidade tem a ver principalmente com a sua subavaliação, que poderá ser detetada através de rácios como o *Price to Sales Ratio*, o *Price to Earnings Ratio* e o *Price to Book Value*. No caso de uma *Value Play* a ideia é comprá-la subavaliada e vendê-la quando subir e passar a sobreavaliada.

Ou seja, a expectativa não será de manter a ação por muitos anos, mas antes comprá-la barata e vendê-la cara. Uma ação de crescimento lento, se cair significativamente, poderá passar a ser uma *Value Play* e gerar uma oportunidade de médio prazo.

3ª Play – *Dividend Play*

As *dividend plays* podem ser de dois tipos:

A – A ação exibe um *dividend yield* de 4% e o investidor compra-a para obter esses 4% de retorno anual em termos de longo prazo

Este investidor está no caminho sem saída n.º12 e este tipo de *plays* deverá ser ignorada pelos investidores mais experientes.

B – O investidor considera o *dividend yield* exagerado para aquela empresa e espera que ele desça para metade, por exemplo

No caso B a expectativa do investidor é ganhar 100% num trade de médio prazo, pois, se o dividendo por ação for mantido constante, só se a cotação duplicar é que o *dividend yield* cairá para metade. A *dividend play* de tipo B é também uma *value play*, mas baseada no *dividend yield* e não nos outros rácios mencionados (PSR, PER e PBV).

Acontece muito os investidores avaliarem da mesma forma as *dividend plays*, mas algumas empresas têm o seu dividendo em risco de ser cortado, e outras terão até margem de manobra para aumentar o dividendo. Esta equalização das valorizações perante situações materialmente diferentes gera oportunidades de baixo risco e potencial relativamente elevado para os investidores mais informados.

4ª Play – *Stalwarts*

Stalwarts são empresas sólidas com crescimento de longo prazo acima da média, digamos, entre 6% e 12% ao ano. Neste campo surgem muito boas oportunidades de investimento a longo prazo, mas é preciso cuidado com o preço a pagar por este tipo de *plays*.

Uma empresa que cresce as suas Vendas e Lucros neste intervalo dos 6 a 12% ao ano pode gerar retornos de mais de 15% ao ano, caso as ações sejam compradas num estado de subavaliação, pois nesse caso o investidor beneficiará não só do crescimento da empresa, mas também da passagem do estado de subavaliação a sobreavaliação.

É boa estratégia ter sempre algumas *stalwarts* no Portfolio.

5ª Play – *Growth Plays*

Growth Plays são empresas que esperamos que cresçam a um ritmo elevado, tipo 20 a 25% ao ano e são o género de ações que se tornam *multibaggers* em termos de longo prazo. Uma *multibagger* é uma ação cuja cotação é multiplicada várias vezes, por exemplo uma *fivebagger* valoriza 500% e uma *tenbagger* sobe 1 000%, ou seja, passa a valer dez vezes mais. Também existem *one hundred baggers* e até *one thousand baggers*!

Eu quando penso nas ações prefiro ver as coisas em termos de *bags* e não em termos de pontos percentuais ... é que os pontos percentuais são para os *traders* de curto prazo, os investidores de longo prazo ignoram essas migalhas e focam-se nos grandes movimentos, nos *bags* de lucro!

As *growth plays* costumam ser empresas muito inovadoras a explorar uma nova oportunidade de mercado, ou a expandir-se geograficamente, ou com uma procura crescente pelos seus produtos/serviços, ou com um grande *pricing power* que lhes permite ir subindo o preço de comercialização ano após ano e expandindo a sua margem de lucro ...

Um Portfolio de ações que pretende obter uma rentabilidade média anual superior a 15% terá de estar pejado de *growth plays*. Aqui é extremamente importante, e igualmente difícil, separar o trigo do joio, pois muitas das empresas que “prometem” fortes crescimentos no futuro, falham completamente. É necessária muita mestria para identificar as verdadeiras *growth plays*.

Pela experiência que tenho reunido, não é boa ideia dar muita importância aos rácios de valorização no caso de *growth plays*, mas antes a fatores mais subjetivos, como distinguir a verdadeira inovação, a utilidade dos produtos/serviços, o mercado potencial, a capacidade da gestão, as barreiras à entrada de concorrentes, a capacidade financeira da empresa para levar até ao fim os seus planos, etc.

6ª Play – Cíclica

Muitas empresas, pela natureza dos seus negócios, não crescem significativamente em termos de longo prazo, antes oscilam de acordo com um ciclo, que pode ser o ciclo

económico, mas também poderá ter a ver com o preço das matérias primas ou outros tipos de ciclos.

Estas empresas oscilam entre fases de expansão e contração e passadas décadas poderão estar mais ou menos no mesmo sítio.

As cíclicas por vezes são incompreendidas pelos investidores, que as incluem noutro tipo de *plays* e depois sofrem pesadíssimas perdas. Uma cíclica oscila entre Lucros crescentes nuns anos (pode ser confundida com uma *value play*, uma *stalwart* ou até uma *growth play* por quem olhar somente para os números mais recentes) e Lucros decrescentes e até Prejuízos noutros anos.

O segredo nas cíclicas é que devemos comprá-las quando noticiam Prejuízos, e vendê-las quando obtém fartos Lucros. E isto não é fácil, porque no fundo as notícias e as perspetivas são péssimas e no topo são excelentes.

É preciso desenvolver a arte do pensamento contrário para saber lidar bem com as cíclicas e aproveitar as oportunidades.

7ª Play – *Turnaround Play*

As *turnaround plays* têm a ver com empresas que já exibiram bons fundamentais, mas que depois tiveram avultados prejuízos e entraram em sérias dificuldades financeiras, inclusive com a sua sobrevivência ameaçada. Este tipo de situações, quando a empresa consegue recuperar, pode dar origem a *tenbaggers*.

O Warren Buffett não acredita em *turnarounds*, isto é, não é um género de oportunidade que ele procure. Ele acha que se uma empresa entra assim numa dificuldade extrema é porque não tem um “fosso”, isto é, algo que a proteja das adversidades e da concorrência e portanto, algures no tempo, vão voltar a aparecer fortes prejuízos.

A título de exemplo, o livro *One Up on Wall Street* foi escrito em 1989 e o seu autor, Peter Lynch, gaba-se de ter comprado a Chrysler a \$6 uns anos antes, quando a empresa dava prejuízo e de naquele momento estar em torno dos \$50. Mas, o tempo veio a dar razão a

Buffett, pois realmente os fortes prejuízos voltaram à Chrysler, que foi à falência salvo erro em 2008, quando a Fiat ficou com ela praticamente a custo zero.

Eu para considerar uma *turnaround play* aprecio ver o PSR abaixo de 0,2 e considero também com uma série de fatores subjetivos. Tenho algumas *turnaround plays* nos Portfolios do Borja on Stocks, mas com a consciência de que se tratam de oportunidades de médio prazo (não de longo prazo) e que o risco é elevado, pelo que se as coisas não correrem bem poderei ter de assumir uma perda.

8ª – Asset Play

Finalmente temos a *Asset Play*, que é uma variante da *Value Play*, mas enquanto a *Value Play* tem a ver com subavaliação face ao Lucro, a *Asset Play* tem a ver com subavaliação face ao “verdadeiro valor” do Ativo da empresa.

Existem dois tipos de *Asset Plays*, um tipo mais básico, que consiste em comparar o Valor de Mercado com o Valor Contabilístico e se o primeiro for muito inferior ao segundo, considerar que a ação é uma *Asset Play*. Isto no fundo é a mesma história do *Price to Book Value*. Neste primeiro tipo de *Asset Play* em princípio a subavaliação terá a ver com a expectativa de Prejuízos no futuro ou muito fracas perspectivas e desinteresse por parte dos investidores.

Um segundo tipo de *Asset Play* é mais evoluído e tem a ver com considerar que os Ativos estão inscritos no Balanço por um valor muito inferior ao seu valor real, ou valor de mercado atual. Por exemplo, os terrenos são contabilizados ao preço de aquisição e algumas empresas compraram-nos há mais de cinquenta anos a preços que são uma pequena fração do seu valor atual.

Nas *Asset Plays* normalmente é necessário que surja um catalisador que faça com que os investidores reconheçam e corrijam a subavaliação. Se nada de relevante acontecer o mais provável é que a situação de subavaliação persista no tempo, por vezes durante mais de uma década.

Para finalizar este tópico, que já está bastante extenso, quero apenas referir que uma ação pode proporcionar uma combinação de *plays* e também que uma ação pode começar por ser uma *playe* depois passar para outra categoria, ou fase.

Por exemplo, uma *growth stock* pode crescer bastante e depois abrandar, passando a *stalwart* e finalmente a uma empresa de crescimento lento, quando já estiver madura. E a seguir entrar em dificuldades, cair bastante e passar a ser uma *turnaround play* ... e de seguida recuperar e voltar a ser sólida, com crescimento lento.

4.5. Visão Geral & Conclusão

4.5.1. Visão Geral

Ao chegar a este tópico é útil reler rapidamente toda a informação dos pontos anteriores, pois queremos obter uma visão geral para a ação.

Nem sempre as tendências históricas podem ser extrapoladas para o futuro, pois o futuro pode ser radicalmente diferente do passado: que o digam as empresas que no século XIX fabricavam carruagens puxadas por cavalos e os produtores de *paggers* no final do século XX, por exemplo.

O estudo do passado diz-nos quais são as condições que uma ação tem para valorizar, e em que medida, mas só a visão de futuro permitirá ter uma ideia clara, uma história de investimento.

Nesta fase é muito útil construir cenários que contenham expectativas numéricas (especialmente em termos de Vendas, Lucro e Múltiplo do Lucro) para o longo prazo (a dez ou mais anos), já que os analistas *mainstream* se focam principalmente nos próximos 12 meses, período em que a racionalidade económica poderá ser reduzida, daí que falhem bastante nos seus *price targets*. Os cenários construídos poderão mais tarde ser confrontados com a realidade, o que permitirá opções mais objetivas e racionais.

Considero que os 18 passos deste modelo de Análise Fundamental tornam qualquer decisão no mercado de ações mais próxima da realidade económica das empresas e muito menos dependente do jogo de curto prazo das cotações e da especulação. Esta maior racionalidade económica permite que a falta de eficiência do mercado no curto/médio prazo se transforme numa vantagem para o investidor e é essa vantagem que em princípio lhe trará um retorno elevado dos seus investimentos em ações.

Da “visão geral” terá de sair uma conclusão objetiva, afinal a ação é para comprar ou não é para comprar? E se for para comprar, a que preço é que ficará sobreavaliada a tal ponto que será acertado vender, qual é o [Preço Ao Qual Venderia Hoje \(PAQVH\)](#)?

E se não for para comprar (a grande maioria dos casos), quais serão as condições que poderão vir a tornar a ação atrativa, ou subavaliada? É útil escrever este tipo de considerações para o acompanhamento pós análise inicial.

4.5.2. Conclusão

A conclusão é bastante sintética, a empresa entra ou não entra no Portfolio? Se entrar, qual é o seu nível de risco e PAQVH? Se não entrar, haverá alguma forma de algum dia ficar atrativa?

4.5.3. Códigos

Por vezes existem empresas com nomes parecidos, pelo que é útil para os investidores indicar o símbolo Reuters e o código ISIN, para que não existam dúvidas sobre qual é efetivamente a ação que foi analisada.

5. Estratégia de Intervenção no Mercado

5.1. Atualizações à Análise Inicial

Os fundamentais são dinâmicos e por vezes alteram-se de forma dramática (o que provoca e explica as grandes subidas e descidas das cotações em termos de longo prazo), pelo que é importante ir analisando novamente as ações, especialmente quando divulgam resultados financeiros, para ver se a evolução está a corresponder às expectativas traçadas na análise inicial, ou se está aquém ou a superá-las.

Nas análises seguintes, que são de acompanhamento, tenho o hábito de reler sempre as análises anteriores publicadas ao título e depois sigo uma estrutura mais reduzida e flexível com apenas três tópicos:

1. Contexto Histórico
2. Perspetivas
3. Conclusão

5.2. Estratégia da Análise Fundamental Comparativa

A estratégia da Análise Fundamental Comparativa consiste em analisar a grande maioria das ações cotadas numa Bolsa (de forma a cobrir mais de 90% da capitalização bolsista) e depois comparar os méritos de todas as ações de forma a escolher as mais atrativas para o Portfolio.

Esta estratégia promove a competição de umas ações com as outras por um lugar no Portfolio, que só deverá ser ocupado por aquelas que não só demonstram fundamentais atrativos e estão subavaliadas, mas que se evidenciam e superam todas as outras.

Não queremos só ações fundamentalmente atrativas. Queremos as melhores.

5.3. Estratégia de Controlo do Risco

Há muita gente que perde dinheiro nas ações (provavelmente a maioria, especialmente em Portugal, onde têm havido tantas desilusões) e isso acontece porque não desenvolveram uma estratégia adequada de controlo do risco.

A estratégia de controlo do risco que defendo e pratico no Borja on Stocks assenta em quatro pilares, que passarei a descrever sucintamente:

1º Pilar – Escolha de ações fundamentalmente atrativas

Ao estudar todas as ações do ponto de vista fundamental, é natural que faça uma seleção que exclua aquelas que não são atrativas, ficando apenas com possibilidades que são relativamente seguras e com potencial de valorização.

Mas claro, nenhuma ação é excluída permanentemente, pois os fundamentais são dinâmicos e mesmo uma empresa fraca poderá tornar-se atrativa, se vier a transacionar com um desconto considerável face ao seu valor fundamental, ou se os fundamentais entretanto melhorarem.

Todo este trabalho de seleção das ações com melhor relação rentabilidade esperada/risco diminui o risco do investimento em ações.

2º Pilar – Diversificação por várias ações

A ideia é espriar o capital por 10 ações diferentes em cada Bolsa, diversificando o risco e maximizando as hipóteses de investir numa ação (ou mais) muito vencedora em termos de longo prazo ... daquelas que sobem mais de 1 000% ... essas são as ações que fazem a diferença!

A diversificação por várias *holdings*, de vários setores de atividade, diminui o risco de investir em ações e mantém o potencial de retorno. A diversificação é essencial para a segurança e longevidade do Portfolio.

3º Pilar – Alocação do capital em partes iguais

À partida faço uma alocação em partes iguais às holdings dos Portfolios, 10% do capital para cada uma. Depois se umas vão ganhando peso – porque valorizam – ótimo!

Agora, o que certamente nunca farei é desequilibrar o Portfolio, investindo mais e mais nas ações perdedoras.

Ter 60% ou 70% do capital alocado a uma única ação e o resto espalhado por outras nove ações não é diversificação nenhuma. É correr um risco elevado.

Sem cair no exagero de balancear o Portfolio (o que implicaria vender parte das ações vencedoras para ir reforçar nas perdedoras – uma estratégia errada), deve-se procurar ter uma alocação equilibrada entre as várias ações em carteira.

4º Pilar – Assumpção de Perdas quando existe uma deterioração fundamental grave

Podemos entender o conhecimento profundo de uma empresa como um jogo de cartas ou a montagem de um *puzzle*. Por vezes, ao virarmos mais cartas ou colocarmos mais peças no *puzzle*...



... verificamos que a nossa motivação inicial para adicionar aquela ação ao Portfolio afinal estava errada, ou que nos meses seguintes a situação fundamental se deteriorou. Nesse caso houve um erro, o que não constitui problema, desde que esse erro seja assumido e corrigido, vendendo com uma perda controlada.

Estas perdas ocasionais fazem parte do risco normal do negócio que é investir em ações e não deverão danificar demasiado a rentabilidade a longo prazo. Ninguém acerta sempre (nem o Warren Buffett, ainda há pouco tempo vendeu uma parte da sua posição na IBM a perder), pelo que há que controlar o risco corrigindo esses erros.

Existe uma relação muito importante entre ganhos e perdas nas ações, que poderá ser resumida na seguinte tabela (já apresentada no caminho sem saída N.º16):

%Perda	% para recuperar
-10,0%	11,1%
-20,0%	25,0%
-30,0%	42,9%
-40,0%	66,7%
-50,0%	100,0%
-60,0%	150,0%
-70,0%	233,3%
-80,0%	400,0%
-90,0%	900,0%
-98,0%	4900,0%
-99,0%	9900,0%
-99,9%	99999,0%

A partir dos -20% a coisa começa a ficar séria, mas para lá dos -60% é que a possibilidade de recuperação fica bastante comprometida, ainda que tenhamos visto no vídeo dos *drawdowns* algumas ações que, apesar de terem caído mais de 80% pelo meio, ainda conseguiram retornos acima dos 15% ao ano para os acionistas que acreditaram sempre. Mas o melhor é sair com uma perda controlada e mais tarde, se for caso disso, voltar a entrar a preços substancialmente mais baixos.

Até aos -20% normalmente considero esse um movimento normal, a oscilação que seria de esperar das ações no curto prazo, mesmo sem qualquer motivo fundamental relevante.

Hoje em dia não determino os meus níveis máximos de perda de forma automática, mas antes de forma subjetiva e qualitativa, tendo em conta a avaliação que faço dos fundamentais. Mas tenho sempre consciência da relação entre ganhos e perdas descrita na tabela acima e prefiro sempre perder pouco a perder muito, como é óbvio.

Conclusão da Estratégia de Controlo do Risco:

Com o método quadripartido que descrevi, da escolha das ações fundamentalmente mais atrativas, da diversificação, da alocação à partida em partes iguais e do corte de perdas em níveis razoáveis considero o investimento em ações relativamente seguro e recomendável para investidores de longo prazo com um perfil de risco adequado.

5.4. Construção dos Portfolios

Um Portfolio de Ações poderá ser construído de duas formas:

A – Pegando num capital inicial considerável e investindo-o num conjunto diversificado de ações fundamentalmente atrativas, utilizando a estratégia de controlo do risco definida no ponto anterior;

B – Ir investindo numa ação por mês e, quando o Portfolio estiver completo, ir reforçando mensalmente nas mesmas ações.

A poupança sistemática e reforços nas ações dos Portfolios são uma boa prática, desde que seja tida em consideração a diversificação e equilíbrio em termos de pesos das *holdings* nos Portfolios.

No caso do Borja on Stocks construímos e gerimos ativamente três Portfolios que contém as ações que consideramos mais atrativas de cada Bolsa da Euronext: TOP10 Lisboa, TOP10 Amesterdão e TOP20 Paris.

Recentemente criámos também o Portfolio Ação do Mês, que força a escolha de uma nova ação no último dia de cada mês. Essa ação é considerada a mais atrativa de todas as que já foram analisadas naquele momento, para investimentos a longo prazo.

5.5. Gestão do Portfolio

Para gerir um Portfolio diversificado de ações é necessário estar atento, não às cotações (fuja do vício de estar constantemente a ver as cotações), mas aos desenvolvimentos fundamentais, nomeadamente às notícias divulgadas acerca das empresas (a maioria é irrelevante), mas principalmente aos resultados financeiros, que são apresentados com uma periodicidade trimestral ou semestral.

É necessário também ir acompanhando os desenvolvimentos fundamentais das empresas que não detém em carteira, pois só terá a certeza de ter as mais atrativas se for conhecendo profundamente todas as empresas cotadas.

Por vezes será necessário vender uma *holding* (porque atingiu um nível que indica sobreavaliação extrema e por tal constitui uma oportunidade de venda, ou porque os fundamentais se deterioraram, ou porque surgiu uma oportunidade mais promissora) por outra, que se apresente como mais atrativa.

6. O Borja on Stocks

6.1. O que é o Borja on Stocks?

O Borja on Stocks (BoS) é um serviço de análises a ações cotadas na Euronext. Está a ver a estrutura de análise descrita na 4ª Parte? É a que seguimos no BoS, onde já analisámos mais de 250 ações da Euronext, num total de mais de 800 análises publicadas.

6.2. De que forma o Borja on Stocks serve os investidores?

O BoS permite aplicar a estratégia descrita neste *e-book* mesmo que tenha muito pouco tempo para analisar ações, pois fazemos esse trabalho por si.

A missão do BoS é ajudar os investidores a terem mais conhecimento, segurança e retorno dos seus investimentos no mercado de ações.

No BoS não só analisamos muitas ações, também selecionamos aquelas que consideramos mais atrativas para investimentos a médio/longo prazo e organizamo-las em Portfolios de ações recomendadas, que podem ser seguidos pelos investidores nas suas próprias contas junto dos seus intermediários financeiros.

Saiba [mais aqui](#).

6.3. Qual o *track record* das recomendações?

Pode consultar o *track record* dos nossos Portfolios de ações recomendadas na seguinte página: [Portfolios](#)

6.4. O que dizem os subscritores atuais?

Veja aqui os [Testemunhos dos nossos Subscritores](#).

6.5. Quanto custa e como posso subscrever?

Poderá obter mais informações sobre a subscrição [AQUI](#).

Atenciosamente,

César Borja

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer à minha Família, por me ter dado tempo e condições para escrever este *e-book*. Agradeço também aos ilustres Subscritores do Borja on Stocks que têm tornado este projeto tão interessante e promissor.