

Livro: Ações Comuns, Lucros Extraordinários
Autor: Philip Fisher

PREFÁCIO

Este livro reúne, em um único volume, os três principais textos de Fisher: Ações comuns, lucros extraordinários (publicado em 1958), Investidores conservadores dormem tranquilos (1975) e Desenvolvendo uma filosofia de investimentos (1980).

Fisher iniciou sua carreira como analista financeiro em 1928 e, em 1931, fundou a Fisher & Company, empresa focada em consultoria de investimentos. Além de integrar o grupo de pioneiros da teoria de investimentos moderna, Fisher também é considerado um dos mais influentes investidores do século 20, ao lado de Benjamin Graham e Warren Buffett.

AÇÕES COMUNS, LUCROS EXTRAORDINÁRIOS

Se você tiver ações de empresas em que passaram no teste das quinze questões e se não se deixa levar pelo que ele chama de "modismos e caprichos", vai sair desta muito bem.

Segundo Fisher, em sua era, haviam três fatores que faziam com que as oportunidades eram ainda maiores do que no passado. O primeiro foi que antes prepararam sucessores familiares, mas sem a mesma competência da administração anterior, portanto houve uma melhoria do profissionalismo das empresas. O segundo foi o aumento do investimento em P&D. O terceiro foi o papel do governo, passando a assumir políticas contra cíclicas mantendo a atividade forte, por meio de ações como reduções de impostos, auxílios e subsídios.

A maior compensação nos investimentos vai para aqueles que, por sorte, ou por bom-senso, encontra uma empresa que, ocasionalmente, no decorrer dos anos, pode crescer nas vendas e nos lucros bem mais do que a indústria como um todo. Esse estudo demonstra, ainda, que quando acreditamos ter encontrado essa empresa é melhor permanecermos com ela por um longo período. Ele nos dá uma forte indicação de que essas empresas não precisam ser necessariamente novas e pequenas. Em vez disso, sem levar em conta o porte, o que realmente importa é uma administração com determinação para atingir um crescimento significativo adicional e habilidade para colocar suas estratégias em prática.

O método scuttlebutt.

O termo scuttlebutt significa literalmente "boato" ou "fofoca".

Vá a cinco empresas de determinado setor industrial, faça a cada uma delas perguntas inteligentes sobre os pontos fortes e fracos das outras quatro, e terá um retrato apurado e surpreendentemente detalhado de todas as cinco.

Entretanto, os concorrentes compõem apenas uma e não necessariamente a melhor fonte de opiniões confiáveis. É igualmente impressionante o quanto se pode aprender com vendedores e clientes sobre a real natureza das pessoas com quem eles lidam. Os pesquisadores científicos em universidades, no governo e em empresas competitivas constituem outra fonte fértil de dados valiosos. O mesmo ocorre com executivos de associações comerciais.

Há, ainda, outro grupo que pode ser de grande auxílio para o provável investidor em busca de uma empresa próspera. Esse grupo, todavia, pode se tornar mais nocivo do que prestativo se o investidor não fizer um bom julgamento e uma ampla verificação cruzada, com terceiros, para averiguar seu próprio julgamento com relação à credibilidade do que lhe foi dito. Esse grupo é composto por ex-funcionários. Essas pessoas, frequentemente, possuem uma visão bastante profunda sobre os pontos fortes e fracos de seus ex-empregadores. Além disso, em geral, irão falar com liberdade sobre eles.

Se fontes diferentes e suficientes de informação sobre uma empresa são consultadas, não há razão para crer que todos os componentes dos dados obtidos devam concordar entre si. Aliás, não há necessidade nenhuma de que isso aconteça. No caso de empresas realmente significativas, a informação preponderante é tão clara que até mesmo um investidor que seja moderadamente experiente e saiba o que está procurando será capaz de dizer quais empresas provavelmente lhe serão mais interessantes para garantir-lhe o próximo passo na sua investigação. Esse próximo passo é entrar em contato com os funcionários da empresa para preencher algumas das lacunas ainda existentes no quadro do investidor sobre a situação que está sendo estudada.

15 questões para verificar no mercado de ações

Questão 1: A empresa possui produtos ou serviços com potencial de mercado suficiente para viabilizar um aumento considerável nas vendas por vários anos?

Essas empresas que, década após década, têm demonstrado consistentemente um crescimento espetacular podem ser divididas em dois grupos. Na falta de uma terminologia mais adequada, vou classificar um dos grupos como o daqueles que são "bem-afortunados e capazes" e o outro como o dos que são "bem-afortunados por serem capazes". Uma grande parcela de habilidade gerencial é exigível para ambos os grupos. Nenhuma empresa cresce por um longo período, que pode durar anos, simplesmente por uma questão de sorte. Ela deve ter e continuar mantendo uma grande parcela de habilidade nos negócios; caso contrário, não será capaz de capitalizar seus bens e defender sua posição competitiva das incursões de terceiros.

Não basta olhar os produtos de hoje da empresa, mas sim avaliar a capacidade da gestão em posicionar a empresa para surfar produtos que estejam com curvas de vendas ascendentes.

Questão 2: A administração está determinada a continuar desenvolvendo produtos ou processos que aumentariam ainda mais o potencial do total de vendas caso o potencial de crescimento das linhas de produção mais atraentes no momento já tenha sido explorado exaustivamente?

Questão 3: Quão eficazes são os esforços da empresa em termos de pesquisa e desenvolvimento, com relação ao seu porte?

Fisher era um fanático por P&D.

Questão 4: A empresa possui um departamento de vendas acima da média?

Questão 5: A empresa possui uma margem de lucro considerável?

Questão 6: O que a empresa faz para manter ou melhorar as margens de lucro?

Questão 7: A empresa possui boas relações (trabalhistas) com seu quadro de pessoal?

A diferença no nível de lucratividade entre uma companhia com boas relações no seu quadro de funcionários e outra com relações pessoais mediocres é muito maior do que o custo direto das greves.

Questão 8: A empresa conta com boas relações com seus executivos?

Os executivos precisam ter a confiança da empresa e precisa haver uma prática justa de ascender os profissionais da casa para posições de comando.

Questão 9: A empresa conta com certa "profundidade" com relação à sua gestão?

Delegação de autoridade; qualidade da gestão; não depender de um homem-chave único na empresa.

Questão 10: Quão boa é a autoanálise de custos da empresa e seu controle contábil?

Questão II: Há outros aspectos dos negócios da empresa, peculiares ao segmento de atuação envolvido, que possam dar ao investidor dicas importantes sobre como a empresa pode sobressair com relação à competitividade?

Questão 12: A empresa possui uma estratégia de curto ou de longo prazo em relação aos lucros e resultados?

Algumas empresas conduzem seus negócios visando obter os maiores lucros possíveis de imediato. Outras, deliberadamente, limitam os lucros imediatos máximos para adquirir confiança e, dessa forma, obter lucros gerais melhores em alguns anos. O tratamento aos clientes e aos vendedores nos dá frequentes exemplos disso.

Questão 13: Será que, num futuro previsível, o crescimento da empresa exigirá uma parcela maior de financiamento via capital próprio de tal forma que o número maior de ações poderá diminuir o benefício dos acionistas atuais sobre esse crescimento antecipado?

Questão 14: A empresa fala abertamente com os investidores sobre seus negócios quando as coisas vão bem, mas "se fecha" em situações conturbadas e diante de decepções?

Questão 15: A empresa conta com uma diretoria de integridade inquestionável?

Aprendizado: O perigo de fazer stock picking está na ciclicidade de mercado. No livro, o autor cita como referências as empresas: Motorola, Du Point, American Cyanamid, International Business Machines... enquanto que as empresas top de hoje em dia são completamente distintas.

Em outras palavras, se as ações adequadas são adquiridas e mantidas pelo tempo suficiente, elas sempre renderão algum lucro. Geralmente, elas produzem um lucro considerável. Entretanto, para que essa produção se aproprie do lucro máximo, ou

seja, da espécie de lucro extraordinário definido anteriormente, é preciso considerar alguns aspectos temporais.

Do ponto de vista do investidor, dois aspectos sobre esse assunto possuem um significado especial. O primeiro é a impossibilidade de depender de um cronograma exato no ciclo de desenvolvimento de um produto novo. O se quando é o fato de que até mesmo para as empresas mais bem administradas um percentual de insucessos faz parte do custo do negócio. No esporte, como no beisebol, por exemplo, até mesmo a liga de campeões de maior destaque perde alguns dos seus jogos disputados.

O aspecto do desenvolvimento de um novo processo que talvez mereça um estudo mais detalhado quanto ao momento certo para adquirir ações do mercado é aquele que determina quando a primeira fábrica em escala integral está prestes a iniciar a produção. Numa fábrica nova, até mesmo para processos ou produtos já estabelecidos, provavelmente há um período de fragilidade que varia entre seis e oito semanas e acaba sendo bastante dispendioso. Esse é o tempo que se leva para ajustar o equipamento às exigências de uma operação eficiente e eliminar os "aborrecimentos" inevitáveis que ocorrem no funcionamento de um complexo maquinário moderno. Quando o processo é verdadeiramente revolucionário, esse dispendioso período de fragilidade pode se estender muito além das estimativas dos engenheiros mais pessimistas de uma empresa. Além disso, quando os problemas finalmente são resolvidos, o acionista, já cansado, ainda não pode contar com os lucros imediatos. Há, ainda, um período de drenagem adicional que dura meses, em que os lucros da empresa, mesmo aqueles de linhas de produção mais antigas, são investidos em vendas e material de publicidade para que o produto novo seja bem recebido.

Pode ser que a empresa empenhada nesses esforços esteja tendo um crescimento tão grande na sua receita por meio de outros produtos mais antigos que esse escoamento dos lucros não seja percebido pelo acionista médio. Em geral, porém, acontece justamente o contrário. Assim que a notícia sobre um novo e excepcional produto no laboratório de uma empresa bem administrada vem à tona, os compradores elevam o preço das ações da companhia. Quando surge a notícia sobre uma operação bem-sucedida numa fábrica piloto, o valor das ações aumenta ainda mais. Poucos acreditam na velha analogia de que operar uma fábrica piloto é como dirigir um automóvel numa estrada sinuosa e precária a 15 quilómetros por hora. Administrar uma fábrica comercial é como dirigir nessa mesma estrada a 160 quilómetros por hora.

Assim, quando as dificuldades começam a surgir, mês a mês, após o início do funcionamento da fábrica comercial, essas despesas inesperadas fazem as ações unitárias ter uma queda notória. Surgem as notícias de que a fábrica está com problemas. Ninguém pode garantir quando os problemas serão solucionados, se é que há solução. Os antigos compradores das ações tornam-se vendedores desencorajados. Em consequência disso, o preço das ações cai. Quanto mais tempo dura o período de fragilidade, mais entram em declínio as cotações do mercado. Surge, então, a boa notícia de que a fábrica finalmente está indo bem. Um revigoramento pelo período de uns dois dias ocorre no preço das ações. Entretanto, no trimestre seguinte, quando as despesas extraordinárias de vendas causam um declínio ainda maior no lucro líquido, as ações caem ao mais baixo nível de preços dos últimos anos. Voltam os rumores nos meios financeiros de que a administração da empresa entrou em colapso.

Nesse momento, as ações podem muito bem ser vistas como uma excelente aquisição. Uma vez que os esforços para as vendas adicionais produziram um volume suficiente para fazer a primeira unidade de produção valer a pena, os esforços para as vendas usuais são frequentemente suficientes para dar continuidade ao movimento positivo nas curvas de vendas durante muitos anos. Como as mesmas técnicas são utilizadas, o funcionamento de uma segunda, terceira, quarta ou quinta unidade de produção pode, quase sempre, ser iniciado sem os atrasos e as despesas extraordinárias que se fizeram necessários no prolongado período de fragilidade da primeira unidade. Quando quinta unidade de produção estiver funcionando na sua capacidade máxima, a empresa terá crescido e prosperado tanto que todo o ciclo poderá ser repetido com outro produto inteiramente novo, sem a mesma drenagem no percentual dos ganhos ou sem o mesmo efeito negativo sobre o preço das ações da companhia. O investidor terá adquirido, no momento certo, um investimento que poderá lhe proporcionar lucros durante muitos anos.

Acredito que os investidores desse grupo devam começar a comprar o tipo adequado de ações tão logo tenham a certeza de tê-las encontrado. Todavia, tendo escolhido esse tipo de compra, devem programar o momento certo para outras aquisições. Eles devem aguardar muitos anos até que a parcela final dos seus recursos disponíveis tenha sido investida. Ao fazer isso, se o mercado apresentar um declínio severo em algum momento durante esse período, eles ainda terão um poder aquisitivo disponível para usufruir as vantagens dessa situação. Se nenhum declínio acontecer e eles já tiverem selecionado adequadamente suas aquisições previamente, poderão obter, pelo menos, alguns lucros substanciais sobre esses títulos. Isso proporcionaria uma amortização para que, caso um severo declínio aconteça num momento inóportuno - logo depois de a parcela final de seus recursos ter sido totalmente investida, os lucros sobre as primeiras aquisições compensem em grande parte, senão totalmente, os declínios sobre 25 aquisições mais recentes. Dessa forma, nenhum prejuízo grave ao capital original seria observado.

Todos os tipos de investidores do mercado de ações devem ter em mente uma ideia fundamental; caso contrário, a constante preocupação da comunidade financeira com as fases negativas do ciclo dos negócios impedirá que diversos investimentos de valor sejam realizados. Essa ideia consiste no fato de que na segunda metade do século XX a fase atual do ciclo dos negócios é somente uma, com pelo menos cinco forças potenciais. Todas essas forças, seja pela psicologia de massa, seja pela operação econômica direta, podem exercer uma influência extremamente poderosa sobre os níveis gerais dos preços das ações.

As outras quatro influências são: as tendências das taxas de juros, as medidas governamentais gerais voltadas para os investimentos e para o setor privado, o aumento inflacionário em longo prazo e, talvez a mais poderosa de todas, as novas invenções e técnicas como elementos que afetam o setor industrial obsoleto. Essas forças dificilmente impulsionam os preços das ações na mesma direção e ao mesmo tempo. Além disso, nenhuma delas terá necessariamente uma importância maior por longos períodos de tempo. Essas influências são tão complexas e diversas que o curso mais seguro a ser seguido é aquele que, à primeira vista, parece ser o mais arriscado. Esse curso seria realizar um investimento sempre que seu conhecimento sobre uma empresa específica puder justificar essa atitude. Não devemos nos deter diante de temores ou expectativas baseadas em conjecturas, ou ainda nos basearmos em conclusões decorrentes de rumores e desconfianças.

Acredito haver apenas três razões para a venda de qualquer ação do mercado que tenha sido originariamente selecionada segundo os princípios de investimento já discutidos. A primeira dessas razões é óbvia para qualquer um. Ela é identificada quando um erro é cometido durante a compra original, e fica claro que as perspectivas factuais de determinada empresa são, em uma margem significativa, menos favoráveis do que se imaginava. O manuseio adequado desse tipo de situação é, em grande parte, uma questão de autocontrole emocional. Até certo ponto, ele também depende da habilidade do investidor de ser honesto consigo mesmo.

Entretanto, há um fator complicador que torna mais difícil lidar com os erros de investimento. Essa questão é o ego em cada um de nós. Ninguém gosta de admitir a si mesmo que errou. Quando cometemos um erro ao comprar ações, mas podemos vendê-las com um lucro baixo, perdemos, de algum modo, a noção do nosso ato tolo. Por outro lado, se as vendemos com um pequeno prejuízo, ficamos contrariados com a situação. Essa reação, embora completamente natural e esperada, constitui provavelmente um dos fatores mais perigosos com o qual nos deparamos durante todo o processo de investimento. Muito mais dinheiro provavelmente foi perdido por investidores em ações que eles na verdade não desejavam manter para que "pelo menos saíssem ilesos" da situação.

A segunda razão pela qual a venda de ações deveria ser realizada é quando as ações de uma companhia que, em razão de mudanças ao longo do tempo, não mais se qualifique, com relação às quinze questões analisadas no Capítulo 3, da mesma forma como foi qualificada no momento da compra. É por esse motivo que os investidores devem estar em constante estado de alerta. É por isso que é tão importante manter sempre um contato estreito com os negócios das empresas cujas ações possuímos.

Quando as empresas se deterioram dessa maneira, isso geralmente ocorre por uma ou duas razões. Ou houve uma deterioração na administração, ou a companhia não conta mais com o prospecto de ampliar o mercado para seus produtos da maneira como outrora fazia. Às vezes, a administração se deteriora pelo fato de o sucesso ter afetado um ou alguns dos seus principais executivos. Vaidade, egoísmo e inércia entram no lugar da extinta criatividade e do senso de orientação.

De maneira semelhante, ocorre, às vezes, de uma companhia que cresce de forma espetacular durante muitos anos atingir um estágio em que as perspectivas de crescimento no mercado estejam exauridas. A partir daí, ela somente acompanhará o desempenho da indústria como um todo.

Se a tarefa for corretamente cumprida no momento em que as ações são adquiridas, o momento de vendê-las é quase nunca.

Subentende-se que se a empresa não pagasse ou elevasse o valor dos dividendos ela não estaria fazendo absolutamente nada pelos seus acionistas. Isso pode muito bem ser uma verdade. Entretanto, tal raciocínio certamente não é verdadeiro pelo simples fato de não ter sido efetuada nenhuma movimentação de dividendos. É possível que por meio da aplicação de recursos, não sob a forma de dividendos, mas com a finalidade de construir uma nova unidade de produção, de lançar uma linha inédita de produtos, ou de instalar equipamentos mais econômicos numa unidade de produção em operação, a administração esteja fazendo ainda mais para beneficiar o acionista em vez de repassar esses recursos como dividendos.

Uma das principais razões da confusão sobre os dividendos no consciente popular é a grande variação entre a quantidade de benefícios, caso existam, que se acumula diante do acionista cada vez que os rendimentos deixam de ser repassados a ele e, em vez disso, são retidos pela companhia.

Nosso investidor compra ações por serem destacadas, e não por serem baratas. As administrações que contam com operações ineficientes e de baixa qualidade não se qualificam nos termos de nossas quinze questões.

A companhia que vive modificando a política de dividendos não atrai acionistas permanentes.

Aqueles que dão menor importância aos dividendos acabam obtendo o melhor retorno.

5 negativas para os investidores:

- 1) Não compre ações de empresas novas;
- 2) Não ignore um bom investimento em ações só porque ele é negociado "em mercado de balcão";
- 3) Não compre ações apenas por gostar do relatório anual da empresa;
- 4) Não presuma que o preço elevado pelo qual algumas ações são vendidas com relação aos ganhos é necessariamente uma indicação de que o crescimento adicional nesses ganhos já tenha sido amplamente descontado no preço;
- 5) Não confunda 1/8 com 1/4 (evitar deixar de comprar uma ação que vc acredita para o longo prazo, por conta de diferenças bobas de preço, ou seja, vc quer comprar quando ela cair pra R\$ 50, mas ela não cai nunca a esse preço e só sobe, daí vc deixa a oportunidade na mesa)

Outras 5 negativas para os investidores:

- 1) Não exagere na diversificação
- 2) Não tenha medo de comprar diante de uma ameaça de guerra
- 3) Não se esqueçam de Gilbert e Sullivan (Gilbert e Sullivan foram criadores de ópera muito conhecidos nos EUA no início do século XX)
- 4) Não deixe de considerar o tempo e o preço ao comprar ações em fase de valorização
- 5) Não siga a multidão

Reconhecendo, portanto, que cada caso é único e que não podemos estabelecer regras precisas, sugiro o seguinte guia para o que podemos considerar como necessidades de diversificação mínima para todos os tipos de investidores (exceto aqueles que investem muito pouco):

A. Todos os investimentos podem ser reunidos unicamente na categoria numerosa e sólida das ações em fase de valorização, da qual a Dow Química, Du Pont e a IBM já foram mencionadas como exemplos típicos. Nesse caso, o investidor pode ter um objetivo mínimo de cinco ações no total.

B. Alguns ou todos os seus investimentos podem estar na categoria de ações no meio do caminho entre as novas empresas em fase de crescimento, com seu alto nível de risco, e o tipo institucional de investimento descrito acima. Essas seriam empresas com uma boa equipe de gestão administrativa em vez daquelas que contam com um único homem no comando. Seriam empresas que fecham um volume de negócios entre US\$ 15 e 100 milhões ao ano e estão sempre bem engajadas em seu setor industrial. Pelo menos duas dessas empresas devem ser consideradas necessárias

para equilibrar cada companhia singular do tipo A. Em outras palavras, se somente as companhias do tipo B estivessem envolvidas, um investidor poderia começar com 10% dos seus recursos disponíveis em cada uma delas. Isso resultaria em dez ações ao todo.

C. Finalmente, há pequenas empresas com possibilidades vacilantes de lucro em caso de sucesso, porém com riscos de perdas de investimento totais ou quase integrais na hipótese de fracasso. Já devo ter afirmado anteriormente por que acredito que os valores desses títulos, se existirem, numa lista de investimentos devem variar de acordo com as circunstâncias e os objetivos de um investidor específico. Todavia, há duas boas regras a serem seguidas com relação a investimentos desse tipo. Uma delas já foi mencionada. Nunca in- vista nessas empresas recursos cuja perda você não poderá suportar. A outra regra é que os investidores nunca devem, no momento do investimento original, investir mais do que 5% dos seus recursos disponíveis em qualquer uma dessas empresas.

O investidor ocasional que acaba aderindo a um número de companhias maior do que ele na verdade necessita raramente dispõe de tempo suficiente para um contato mais próximo com todas elas.

Uma longa lista de valores mobiliários não costuma ser um indicador de um investidor brilhante, mas de alguém que não confia em si mesmo. Se o investidor detiver ações num número tão excessivo de companhias a ponto de não poder manter contato com a gestão administrativa direta ou indiretamente, é bem provável que ele acabe numa situação pior do que se contasse com ações num número mais reduzido de empresas.

As guerras modernas sempre fazem os governos gastar muito mais do que eles arrecadam dos seus contribuintes enquanto a guerra está em curso Esse fato provoca um grande aumento na quantidade de dinheiro em espécie, de modo que cada unidade monetária individual, tal como o dólar, passa a ter menos valor do que tinha antes. É preciso uma quantidade muito maior em dólares para adquirir o mesmo número de ações. Essa é, sem dúvida, a modalidade mais clássica da inflação.

Em outras palavras, a guerra sempre exerce influência sobre o dinheiro. Vender ações diante da ameaça ou da eclosão de conflitos visando obter dinheiro em espécie é um absurdo financeiro. Na verdade, exatamente o contrário deve ser feito. Se um investidor decide comprar ações específicas e o temor de uma guerra se instala, passando a derrubar os preços, ele deve ignorar a psicologia do medo momentânea e definitivamente começar a comprar. Esse é o momento em que possuir dinheiro em espécie adicional para investir se torna menos e não mais desejável.

O que se deve fazer diante de uma ameaça de guerra é comprar devagar e em menor escala. Caso a guerra efetivamente ocorra, então, recomenda-se aumentar o ritmo de compra de forma significativa. Basta apenas comprar ações de companhias cujos produtos ou serviços mantenham sua demanda em tempos de guerra, ou que possam converter seus recursos em operações típicas de tempos de guerra.

Dando grande ênfase às "ações que ainda não subiram", eles inconscientemente acabam aderindo à falsa ideia de que todas as ações se valorizam até um mesmo limite máximo, de que aquelas que já subiram demais não terão mais nenhuma outra alta, enquanto as outras que não subiram o suficiente ainda têm algo a "cumprir".

O investidor está sempre ligado a uma série de relatórios e análises totalmente centrados em números obtidos nos últimos cinco anos. Ele deve, na verdade, ter em mente e se preocupar com os ganhos a serem adquiridos nos próximos cinco anos, e não nos cinco anos passados.

Cuidado extremo ao comprar ações de companhias e indústrias que são as favoritas da comunidade financeira no momento e assegurar-se de que essas aquisições dispõem de garantias reais - como muitas vezes elas o fazem -, além de verificar se não está pagando um preço exorbitante por algo que, por ter uma interpretação favorável demais sobre os fatos, passe a ser o modismo do momento no mundo dos investimentos.

Se não for possível aplicar o método scuttlebutt, ou seja, contatar pessoalmente, ou por telefone, todos os clientes-chave, fornecedores, concorrentes, ex-funcionários ou pesquisadores de setores relacionados, pessoas que eu conheça, ou por intermédio de terceiros, é melhor desistir da investigação e tentar outras empresas. E no método scuttlebutt a última coisa que você faz é ouvir os representantes da empresa, pois naturalmente eles são tendenciosos.

Uma corporação com o porte e o estilo que proporcionam um investimento conservador é, necessariamente, uma organização complexa. Para compreender o que deve estar presente num investimento desse tipo, podemos começar retratando uma dimensão das características que acreditamos existirem. Essa dimensão se divide em quatro categorias principais: uma produção de baixo custo, uma organização fortalecida do marketing, pesquisas e esforços técnicos bem-sucedidos e habilidade financeira.

Um produtor ou operador competente com deficiência no marketing e nas vendas pode ser comparado a um motor poderoso que, por causa de uma correia desajustada ou de uma peça mal colocada, passa a produzir apenas uma fração dos resultados que poderiam ser alcançados.

Uma empresa pode crescer ou encolher. O ataque é a melhor defesa. Somente por meio do crescimento aprimorado uma empresa pode ter certeza de não estar crescendo sem qualidade. As empresas que não ousaram subir ao topo invariavelmente decaíram - e, se isso foi verdadeiro no passado, também o será no futuro.

Resumidamente, a primeira dimensão de um investimento conservador consiste na competência gerencial de destaque das áreas básicas de produção, marketing, pesquisa e controles financeiros. Essa primeira dimensão descreve um negócio como ele se apresenta nos dias de hoje, essencialmente como uma questão de resultados. A segunda dimensão lida com o que produziu esses resultados e, ainda mais importante, continua a produzi-los no futuro. A força que impulsiona tais fatos, que faz uma companhia pertencente a determinado setor industrial passar a ser um veículo de investimento de destaque e outra permanecer na média, em níveis mediocres, ou até mesmo abaixo deles, é basicamente o potencial humano.

Em geral, todavia, a companhia que conta com o verdadeiro mérito de investimentos é aquela que geralmente promove os funcionários internos.

Disponibilidade de tempo para que a cúpula administrativa possa identificar e treinar funcionários qualificados e motivados para o gerenciamento senior sempre que uma substituição se fizer necessária. (PROGRAMA DE FORMAÇÃO DE LÍDERES)

Embora muitas estratégias possam diferir entre as empresas, três elementos devem estar sempre presentes, caso as ações de uma companhia possam ser consideradas válidas para o investimento conservador de longo prazo.

1. A empresa deve reconhecer que o mundo em que ela opera avança num índice constantemente crescente.
2. Deve haver sempre um esforço consciente e continuo, baseado em fatos e não em ideologias, para fazer funcionários de quaisquer níveis, desde os operários até os executivos do mais elevado nível hierárquico da administração, sentir que a sua empresa é um bom lugar para trabalhar
3. A gestão deve estar disposta a submeter-se à disciplina necessária para um crescimento saudável

A primeira dimensão de um investimento em ações conservador é o grau de excelência nas atividades da companhia que são mais importantes para a lucratividade do presente e do futuro. A segunda dimensão é a qualidade do controle dessas atividades pelas pessoas e das estratégias que elas criam. A terceira dimensão lida com algo bastante diferente: o grau de existência de determinadas características inerentes dentro da natureza do próprio negócio que possibilitem uma lucratividade acima da média para uma previsão futura.

Em períodos inflacionários a questão da lucratividade se torna ainda mais importante. Normalmente, quando os preços e, portanto, os gastos aumentam de maneira generalizada, um empreendimento pode, em tempo, repassar esses custos por meio de preços mais altos. Entretanto, isso geralmente não pode ser feito de imediato. Durante esse período, obviamente, uma parcela bem menor é extraída dos lucros da companhia com amplas margens de lucro, em comparação com o que ocorre com sua competição de custos mais altos, já que a companhia de custos mais altos provavelmente vivencia custos elevados de negociação.

O que possibilitaria a uma companhia obter essa vantagem de escala em primeiro lugar Geralmente, chegar em primeiro lugar com um novo produto ou serviço.

Resumindo a questão da terceira dimensão de um investimento realmente conservador: é necessário não somente contar com a qualidade do pessoal, discutida na segunda dimensão, mas também fazer esse pessoal, ou seus predecessores, direcionar a companhia para áreas de atividade em que haja razões inerentes, dentro da economia de um negócio específico, para que a lucratividade acima da média não seja apenas uma situação de curto prazo. De modo mais simplificado, a questão a ser formulada sobre esta terceira dimensão é "O que uma empresa específica pode fazer que as outras não podem?" Se a resposta for "Quase nada", de modo que, quando o negócio prosperar, outras empresas poderão entrar na corrida e compartilhar, em termos iguais, a prosperidade da empresa em questão, pode-se concluir que, embora as ações da companhia estejam baratas, o investimento não se qualifica segundo os requisitos desta terceira dimensão.

A quarta dimensão de qualquer investimento em ações envolve o índice preço/lucro - quer dizer, o preço corrente dividido pelo lucro por ação.

O denominador comum desse sucesso tem sido a recusa em vender determinadas ações, raras e de alta qualidade, só porque elas apresentaram uma alta expressiva que faz seu índice preço/lucro repentinamente parecer alto em relação aquele com a qual a comunidade de investimentos está acostumada.

Em geral, quanto mais próxima é a avaliação da comunidade financeira sobre determinadas ações em especial com relação a essas características, mais elevado é seu índice preço/lucro.

Outra maneira muito mais importante e bem menos compreendida de chegar a conclusões equivocadas é confiar demais em comparações simplórias dos índices preço/lucro de ações (necessário entender as reais perspectivas de crescimento de cada uma).

Em fases de pessí- mesmo geral no mercado, essa ausência de "desconto" de alguns dos melhores investimentos pode chegar a níveis extremos. Quando isso ocorre, possibilita ao investidor paciente, com a habilidade de distinguir entre a imagem corrente do mercado e a realidade, algumas das oportunidades mais atraentes que o mercado de ações pode oferecer para a obtenção de lucros consideráveis em longo prazo, com riscos relativamente pequenos.

A leitura dos relatórios financeiros sobre uma companhia nunca é suficiente para justificar um investimento. Um dos principais passos para um investimento prudente deve ser o de informar-se sobre os negócios de uma empresa por aqueles que estão diretamente familiarizados com ela.

Minha abordagem sobre investimentos se expandiu com o aprendizado com meus erros no ano de 1929. Aprendi que, enquanto algumas ações pareciam atraentes por apresentarem um baixo índice preço/lucro, esse índice por si só não garantia absolutamente nada e podia ser um alerta sobre o grau de fragilidade da companhia. Passei a perceber que toda a visão corrente em Wall Street na época determinava que o importante para saber se algumas ações eram baratas ou supervalorizadas não era sua proporção com os ganhos correntes no ano, mas sua proporção com os ganhos alguns anos à frente. Se eu tivesse desenvolvido a habilidade de determinar, dentro de alguns limites razoáveis, quais seriam esses ganhos em alguns anos no futuro, eu teria descoberto uma maneira de evitar prejuízos e auferir lucros magníficos!

Um baixo índice preço/lucro pode representar apenas um sinal de alerta de que algumas ações podem ser uma armadilha de investimento.

O nível de qualidade do pessoal envolvido com a empresa é igualmente importante. Utilizo a palavra "qualidade" para acrescentar duas características diferentes. Uma delas é a habilidade nos negócios. A habilidade nos negócios pode ser desmembrada em dois tipos distintos de aptidão. Um deles é lidar com as tarefas administrativas diárias com uma eficiência acima da média. Entre essas tarefas devo incluir inúmeras questões, que vão desde a busca constante de novas maneiras de aumentar a produtividade até a inspeção precisa das contas a receber. Em outras palavras, a habilidade operacional inclui o manuseio otimizado de várias coisas que se relacionam com a operação dos negócios em curto prazo.

Entretanto, no mundo dos negócios, a habilidade gerencial de qualidade também exige outra habilidade bastante distinta: a de enxergar longe e realizar planos em longo prazo que possam produzir um crescimento significativo para a empresa no futuro sem correr os riscos financeiros que podem resultar num desastre. Muitas empresas contam com gestões que são muito eficientes em apenas uma dessas aptidões. Contudo, para um desempenho de sucesso, ambas são necessárias.

A habilidade nos negócios representa apenas um dos dois traços humanos que acredito serem absolutamente essenciais para um investimento verdadeiramente ideal. O outro recai no termo genérico da integridade e inclui a honestidade e a decência pessoal de quem administra a companhia.

Reconheci, desde o início, que corria o risco de estar "fora de compasso". Minhas primeiras aquisições da companhia Food Machinery e as ações de um grande número de outras empresas foram adquiridas "fora da fase cerra", quando o seu mérito intrínseco não era absolutamente reconhecido pela comunidade financeira. Eu podia estar completamente equivocado no meu raciocínio e a comunidade financeira podia estar certa. Nesse caso, nada seria pior para meus clientes, ou para mim mesmo, do que deixar minhas convicções empresariais sobre uma situação específica obstruir uma quantidade considerável de recursos por períodos anuais intermináveis só porque eu havia tomado uma direção contrária à da comunidade financeira e cometido um erro ao fazê-lo.

Com isso em mente, estabeleci o que denominei "regra dos três anos". Repeti diversas vezes aos meus clientes que, quando compro alguma coisa para o julgamento dos resultados não deve ser feito em questão de meses ou no decorrer de um ano, e sim no período de três anos. Se eu não produzisse resultados significativos para eles dentro desse prazo, eles poderiam me dispensar. O fato de eu ter tido ou não sucesso no primeiro ano é muito mais uma questão de sorte. Se eu tiver plena convicção sobre um grupo de ações que não tenham tido bom desempenho ao final de três anos, eu as vendo. Se esse mesmo grupo de ações tiver um desempenho ruim com relação ao mercado durante um ou dois anos, procuro ficar alerta. Contudo, desde que nada tenha acontecido para modificar meu ponto de vista original sobre a companhia, continuo a mantê-las por três anos.

Quando comecei meu empreendimento, me vi sempre batalhando por "merrecas".

Os riscos potenciais dos limites arbitrários se tornaram evidentes para mim como resultado de um erro de terceiros. Eu me lembro como se fosse ontem quando encontrei um de meus clientes mais importantes por acaso em frente a um banco na cidade de São Francisco. Eu lhe disse que acabava de vir da Food Machinery Corporation, que as previsões eram as melhores possíveis e que eu achava que ele devia comprar algumas ações. Ele concordou plenamente comigo e me perguntou a cotação de fechamento do dia. Eu lhe respondi que era de US\$ 34,50. Ele foi incisivo ao me dizer que pagaria não mais do que US\$ 33,75. Nos dois dias que se seguiram, as ações flutuaram numa faixa acima da sua oferta. Elas nunca baixaram até o nível oferecido por ele. Eu entrei em contato com ele duas vezes, insistindo que pagasse um pouco mais. Infelizmente, ele reafirmou seu preço. Dentro de poucas semanas, as ações já haviam subido mais de 50% e, depois de suas divisões, nunca mais caíram na história da companhia a um nível em que ele pudesse comprar.

O perfil desse cavalheiro me impressionou de um modo que minha própria estupidez, quando eu fazia o mesmo, não conseguia impressionar. Aos poucos, fui tentando

superar essa minha fraqueza. Tenho plena consciência de que, quando um comprador pretende adquirir um grande lote de ações, ele não pode ignorar completamente essa questão dos valores mí nimos. Entretanto, na grande maioria das negociações, a teimosia com relação a uma pequena diferença fracionária no preço pode se mostrar extremamente onerosa.

Percebi que embora o fundador da companhia Dow Química, o dr. Herbert Dow, houvesse falecido há cerca de dezessete anos, suas crenças eram mantidas com tanto respeito que muitas coisas que ele havia dito eram repassadas para mim. Como seus comentários eram basicamente direcionados a questões ligadas à Dow, decidi que pelo menos dois deles eram igualmente apropriados ao meu próprio empreendimento, de modo que podiam ser aplicados tanto ao aperfeiçoamento da seleção de meus investimentos como a questões internas da companhia. Um deles era: "Jamais promova alguém que nunca tenha cometido grandes erros porque, se você o fizer, estará promovendo alguém que nunca fez nada". A não compreensão desse elemento por parte de tantas pessoas na comunidade financeira tem frequentemente criado oportunidades de investimento consideráveis no mercado de ações.

Outro comentário do dr. Dow que tentei aplicar ao processo de seleção de investimentos é: "Se você não puder fazer alguma coisa melhor do que os outros estão fazendo, então não faça absolutamente nada". Nos nossos dias de tanta intervenção governamental em tantas atividades empresariais, com altos impostos e tantos sindicatos, além das rápidas mudanças no gosto do público com relação aos produtos, o risco da posse de ações parece ter poucas garantias, a menos que seja restrin gido a companhias com um espírito competitivo suficiente para tentar constante e frequentemente ter sucesso, atuando de modo superior à indústria em geral.

Outro aprendizado do autor: evitar investir em setores ou empresas que você não entende ou está pouco familiarizado. Se manter no seu círculo de competência.

Será que um investidor deve vender ações promissoras diante de um mercado potencialmente ruim? Nessa questão, temo que conto com uma visão minoritária devido à psicologia de investimento prevalecente hoje. Agora, mais do que nunca, os atos dos que controlam a maior parte dos investimentos de capital nos Estados Unidos refletem a crença de que, quando um investidor alcança um lucro considerável com ações e teme sua queda, ele deve subtrair esse lucro e vendê-las. Meu ponto de vista é bastante diferente. Mesmo que as ações de uma companhia específica pareçam estar próximas de seu pico (ou mesmo tê-lo alcançado), e que um declínio possa acontecer num futuro próximo, eu não as venderia, pois acredito que o seu futuro em longo prazo pode ser bastante atraente. Quando vejo que o preço dessas ações deve subir ao topo, em níveis acima dos preços correntes dentro de alguns anos, prefiro mantê-las.

Nos últimos anos, muita atenção tem sido dispensada a um conceito que acredito ser falacioso. Refiro-me à noção de que o mercado é perfeitamente eficiente.

Se o mercado fosse tão eficiente como se acredita, e se boas oportunidades para comprar e significativas razões para vender não fossem tão instáveis, o retorno do investimento em ações consequentemente não sofreria tantas oscilações.

Como vimos, eu acredito ser muito difícil ganhar dinheiro com a comercialização baseada em previsões do mercado em curto prazo. Talvez o mercado seja eficiente nesse sentido estrito da palavra.

Muitos de nós somos, ou deveríamos ser, investidores, e não comerciantes. Deveríamos buscar oportunidades de investimento com perspectivas extraordinárias em longo prazo e evitar aqueles com perspectivas limitadas. Esse tem sido sempre, em qualquer hipótese, o dogma principal da minha abordagem dos investimentos. Não creio que os preços sejam eficientes para o investidor de longo prazo, diligente e bem informado.

FILOSOFIA DE INVESTIMENTOS DE FISHER:

1. Comprar ações de companhias que contem com projetos estratégicos visando alcançar um considerável crescimento dos lucros em longo prazo e possuam qualidades inerentes, sendo difícil para os recém chegados compartilhar desse crescimento.
2. Focar na compra das ações dessa companhia quando elas estiverem desfavorecidas, ou seja, quando, em razão das condições gerais do mercado ou em decorrência de uma interpretação errónea por parte da comunidade financeira, as ações são vendidas por um valor menor do que o seu valor real.
3. Manter as ações até que: (a) haja uma mudança fundamental na sua natureza (tal como um enfraquecimento da administração, devido a uma modificação no quadro de pessoal da empresa), ou (b) elas tenham crescido até certo ponto em que não possam crescer mais depressa do que a economia como um todo. Vendê-las apenas em circunstâncias extremamente excepcionais, se houver, em razão de previsões do mercado, já que estas são muito difíceis de fazer. Nunca vender as ações mais atraentes em curto prazo. Contudo, à medida que as companhias crescem, lembre-se de que muitas das que são eficientemente administradas enquanto são pequenas fracassam ao modificar sua estrutura administrativa para atender às necessidades típicas de uma grande companhia. Quando isso acontece, as ações devem ser vendidas.
4. Quanto à valorização do capital, não dê demasiada ênfase aos dividendos. As oportunidades mais atraentes acabam aparecendo em grupos de ações lucrativas, porém com baixos dividendos ou até mesmo sem dividendo nenhum. Oportunidades extraordinárias são menos comuns em situações em que o alto percentual dos lucros é pago aos acionistas.
5. Cometer alguns erros é o preço a ser pago pela prática dos investimentos em busca de altos lucros, do mesmo modo que os empréstimos são inevitáveis, até mesmo nas empresas mais bem administradas e prósperas. O importante é reconhecê-los o mais rápido possível, entender as causas e evitar cometê-los novamente. Esperar por pequenas perdas em algumas ações e deixar os lucros crescer cada vez mais nas ações mais promissoras é um sinal de um bom gerenciamento do investimento. Obter pequenos lucros em bons investimentos e permitir que as perdas aumentem em investimentos inadequados indica o rumo de um investimento desastroso. Os lucros não devem ser auferidos apenas pela satisfação de adquiri-los.
6. Há poucas companhias verdadeiramente destacadas. Suas ações em geral não podem ser adquiridas por preços atraentes. Portanto, quando houver preços

favoráveis, deve-se tirar proveito da situação. Os recursos devem se concentrar nas melhores oportunidades. Para aqueles envolvidos com capital de risco e empresas pequenas, digamos com vendas anuais abaixo de US\$ 25 milhões, é necessário maior diversificação. Para as grandes empresas, uma diversificação adequada requer o investimento numa grande variedade de setores industriais com características econômicas distintas. Para as pessoas físicas (ao contrário das instituições e certos tipos de fundos), um estoque acima de vinte ações diferentes é um sinal de incompetência financeira. Dez ou doze é considerado um número ideal. Às vezes, os custos dos impostos sobre os ganhos de capital justificam esperar alguns anos para movimentar a concentração dos investimentos. Quando o investimento de uma pessoa física sobe para um número total de vinte ações, é sempre recomendável trocar ações menos atraentes por outras mais valorizadas. Devemos nos lembrar que resultados deficientes são causados pela ação ineficiente.

7. Um ingrediente básico do gerenciamento de ações do mercado é a habilidade de questionar a opinião dominante na comunidade financeira: nem aceitá-la de ofício nem rejeitá-la sem justificativa. Deve-se avaliar com consciência, examinando por completo situações específicas, e ter a coragem de agir contrariamente à opinião comum quando o seu entendimento lhe diz que você está certo.

8. No gerenciamento de ações do mercado, como em todos os campos da atividade humana, o sucesso depende da combinação de inteligência, trabalho e honestidade.

FATORES ESSENCIAIS NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PROMISSORAS:

Fatores operacionais

1. A empresa deve ter uma produção de baixo custo de seus bens ou serviços em comparação à concorrência e deve ter perspectivas para continuar assim.

a) Um ponto de equilíbrio relativamente baixo faz essa empresa sobreviver a condições difíceis e fortalece seu mercado e sua posição de preços quando concorrentes mais fracos são excluídos.

b) Uma margem de lucro um pouco acima da média faz a empresa gerar mais recursos internamente para sustentar o crescimento sem muita diluição, causada pelas vendas excedentes ou pela sobrecarga provocada pela dependência de financiamentos de renda fixa.

2. Uma companhia deve ser fortemente orientada para a clientela para reconhecer as mudanças nas necessidades e nos interesses do cliente, reagindo pronta e adequadamente ante essas mudanças. Essa capacidade deve gerar um fluxo de novos produtos, excluindo linhas de produção de impressão já desenvolvidas ou quase obsoletas.

3. O marketing efetivo requer não apenas entender aquilo que os clientes querem, mas também assisti-los adequadamente (por meio da propaganda, das vendas ou outros recursos). São necessários controle rígido e monitoramento constante do custo/eficácia dos esforços do mercado.

4. Até mesmo as companhias não voltadas para os setores técnicos, hoje em dia, exigem uma capacidade sólida e bem direcionada para: (a) conceber produtos novos e melhores, e (b) prestar serviços de maneira efetiva e eficiente.

5. Há grandes diferenças na eficácia da pesquisa. Dois elementos importantes para uma pesquisa mais produtiva são: (a) a consciência de mercado/lucro, e (b) a habilidade de canalizar o talento necessário em um grupo de trabalho efetivo.

6. Uma empresa com um grupo financeiro sólido conta com diversas vantagens importantes:

a) Uma fonte de informações adequada faz a administração direcionar suas energias para determinados produtos com maior potencial de auferir lucros.

b) O setor de despesas deve identificar se os custos de produção, marketing e pesquisa são ineficientes até mesmo em algumas subdivisões da operação.

c) A conservação do capital mediante um controle rígido dos investimentos de capital fixo e de capital de giro.

7. Uma função financeira crítica é fornecer um sistema preventivo prévio para identificar as influências que podem ameaçar as perspectivas de lucro em tempo hábil visando aplicar medidas de saneamento sobre essas condições adversas.

Fatores humanos

1. Para ter sucesso, uma companhia precisa de um líder com uma personalidade empresarial que conte com a orientação, as ideias originais e as habilidades necessárias para traçar o destino da empresa.

2. Um executivo voltado para o crescimento deve estar cercado de pessoas extremamente competentes e lhes delegar autoridade para que desempenhem suas atividades na empresa. Deve haver a consciência de um trabalho em grupo, e não a simples disputa pelo poder.

3. Deve ser dada especial atenção a gerentes competentes de níveis hierárquicos inferiores, treinando-os para assumirem posições de maior responsabilidade. A promoção deve ser dada com base no talento dos funcionários internos. A necessidade de recrutar um chefe executivo de fora da empresa representa um sinal de perigo.

4. O espírito empresarial deve permear a organização.

5. As empresas mais bem-sucedidas normalmente contam com algumas características de personalidade únicas - um jeito especial de desempenhar suas atividades, particularmente efetivo com relação à alta gestão. Essa é uma característica positiva, e não negativa.

6. A diretoria deve reconhecer e ter consciência de que o mundo em que vivemos está em constante e rápida transformação.

a) Todos os procedimentos utilizados devem ser reexaminados periodicamente, sempre na busca de novos métodos.

b) Mudanças nas abordagens gerenciais envolvem riscos necessários que devem ser reconhecidos, minimizados e assumidos.

7. Deve haver um esforço sincero, realista, consciente e continuo para fazer todos os funcionários, incluindo os membros da diretoria, acreditar que a companhia é um bom lugar para trabalhar.

- a) Os funcionários devem ser tratados com dignidade e decência.
- b) O ambiente de trabalho da empresa e os programas de benefícios devem ser um suporte de motivação.
- c) As pessoas devem expor suas contrariedades sem medo e com a expectativa de ser prontamente ouvidas e atendidas.
- d) Os programas de participação parecem funcionar bem e ser uma fonte importante de boas ideias.

8. A diretoria deve se submeter às regras exigidas para um crescimento saudável. O crescimento requer algum sacrifício dos lucros correntes para que as bases de um futuro promissor possam ser estabelecidas.

Características negociais

1. Embora os executivos confiem fortemente no retorno dos ativos ao considerarem novos investimentos, os investidores devem reconhecer que os ativos históricos firmados em custos históricos distorcem as comparações do desempenho das empresas. Os lucros favoráveis à proporção de vendas, não obstante as diferenças nas proporções do faturamento, podem ser bons indicadores da segurança de um investimento, principalmente num ambiente inflacionário.

2. Altas margens provocam a competição e a competição destrói as oportunidades de ganhos. A melhor maneira de anular a competição é operar de forma tão eficiente que não haja nenhum incentivo para concorrentes potenciais.

3. A eficiência dos negócios em escala em geral é contrabalançada pela ineficiência das camadas burocráticas da chefia de segundo escalão. Numa empresa bem administrada, todavia, a posição de liderança industrial cria uma forte vantagem competitiva que deve ser atraente aos investidores.

4. Chegar em primeiro lugar no mercado com um produto novo é um longo passo para manter a primeira posição. Algumas empresas têm um potencial maior para tanto.

5. Produtos não são como ilhas. Há uma competição indireta, por exemplo, com o dinheiro do consumidor. Com a alteração de preços, alguns produtos podem deixar de ser atraentes até mesmo nas empresas mais prósperas.

6. É difícil introduzir produtos novos e superiores em nichos do mercado em que alguns concorrentes já mantenham uma posição privilegiada. Enquanto o novo concorrente constrói a própria produção, o poder de marketing e a reputação para se tornar competitivo, os já existentes podem tomar medidas defensivas para recuperar o mercado ameaçado. Os concorrentes mais criativos têm melhores chances de obter sucesso se combinarem disciplinas de tecnologia, como a eletrônica e a nucleônica, de uma maneira que representem uma novidade relativa para o mercado competitivo.

7. A tecnologia é apenas um caminho para a liderança no setor industrial. Desenvolver uma "franquia" do consumidor é outra coisa. A excelência dos serviços é, ainda, um terceiro elemento distinto. Em qualquer hipótese, uma habilidade sólida para defender mercados estabelecidos contra novos concorrentes é essencial para um investimento saudável.