

# “Insanidade é fazer sempre a mesma coisa e esperar resultados diferentes”

Albert Einstein

Investimento  
em valor



**EMÍLIA O. VIEIRA**  
Presidente do Conselho de  
Administração  
Casa de Investimentos – Gestão  
de Patrimónios, SA  
www.casadeinvestimentos.pt



**HUGO ROQUE**  
Presidente do Conselho de  
Administração  
Diretor de Gestão de Ativos  
Casa de Investimentos – Gestão  
de Patrimónios, S.A.  
www.casadeinvestimentos.pt

## 1. A economia de mercado portuguesa

O historial da economia de mercado portuguesa deixa muito a desejar. A destruição de riqueza provocada pela desvalorização acentuada ou implosão de grandes empresas e grupos nacionais, como PT, BES, GES, BCP, BPN ou BPP, demonstram o problema sério que a sociedade necessita de enfrentar: a credibilização das suas instituições económicas e políticas.

Numa altura em que o país acumulou uma dívida assustadora, a perda ou a desvalorização de alguns dos principais grupos económicos portugueses fragiliza decisivamente o valor económico dos ativos do país e a sua capacidade de geração de riqueza para o futuro que sustente uma trajetória de redução de dívida e de novos investimentos. Num país já extremamente descapitalizado, assistir a esta perda de riqueza é dramático. Um país

**O caso da Portugal Telecom é sintomático. Quando, em 2007, foi rejeitada pela administração da Portugal Telecom, pelo governo e pelo BES, uma oferta de compra da Sonae que mais do que refletia o valor da empresa, não foi salvaguardado o investimento dos acionistas**

com recursos tão escassos não se pode dar ao luxo de não rentabilizar devidamente os que tem.

Depois de verificarmos o excesso de endividamento das famílias que condiciona a sua capacidade de consumo desde 2008, depois de assistirmos à quase bancarrota do país em 2011 e consequente programa de assistência financeira da Troika, algumas das grandes empresas também não estão a fazer o seu trabalho: em vez de criarem valor, estão a destruí-lo.

Demasiados anos foram desperdiçados a assistir ao Estado intrometer-se na vida das empresas: a nomear ex-ministros, a controlar administrações, a usar golden shares, a decidir para os seus interesses.

Demasiados anos foram gastos a promover a mediocridade, a esconder a incompetência, a iludir com grandes projetos, a enganar e a enganar-se.

O caso da Portugal Telecom é sintomá-

tico. Quando, em 2007, foi rejeitada pela administração da Portugal Telecom, pelo governo e pelo BES, uma oferta de compra da Sonae que mais do que refletia o valor da empresa, não foi salvaguardado o investimento dos acionistas. Pelo contrário, prometeram-se dividendos chorudos, que foram descapitalizando a empresa ao longo dos anos.

Quando em 2010, a PT vende a peso de ouro a Vivo no Brasil e, por imposição do governo português, compra a muito mais fraca operadora brasileira Oi, comete mais dois erros de alocação de capital: a aposta num operador pouco rentável apenas porque tinha de se manter no Brasil e a promessa de mais dividendos gordos, superiores inclusivamente aos resultados gerados pela empresa, o que significou que a empresa necessitou de se endividar para suportar estes pagamentos aos acionistas.

Quando em Abril de 2014, num ambiente já muito difícil para o Banco Espírito Santo e para o Grupo, a administração da PT decidiu fazer uma aplicação de cerca de 900 milhões de euros em papel comercial da Rio Forte, (que na altura representavam cerca de 47% dos capitais próprios da PT) demonstrou total incompetência e irresponsabilidade pela seleção da instituição financeira e pelo montante aplicado.

A Casa de Investimentos também investiu 1,5% das carteiras dos seus clientes no Banco Espírito Santo quando as ações cotavam com um desconto de cerca de 50% do seu valor contabilístico, acabando por vender em Janeiro e Fevereiro de 2014, com as notícias de irregularidades nas contas do Grupo.

Um país não sobrevive sem empresas. Um estado social não sobrevive sem empresas. São elas o motor da criação de valor, do emprego, da estabilidade, do desenvolvimento.

O desvendar destes casos, vem demonstrar a triste sina do investidor português na saga pela aplicação das suas poupanças: a extraordinária erosão que teve lugar nos últimos anos na conduta e valores dos nossos líderes empresariais, nos banqueiros, nos gestores de dinheiro e nas administrações de algumas das grandes empresas, com a passividade e até conivência de auditores, legisladores e mesmo supervisores, permitiram a destruição de riqueza em massa e a sua transferência para alguns.

Os executivos foram compensados não pela realidade da criação de valor económico de longo prazo, mas pela percepção ilusória dos preços das ações no curto prazo.

## 2. O capitalismo dos donos e o dos gestores

A bolsa foi criada com o objectivo de

permitir aos empresários procurar capital para expandir os negócios das suas empresas a troco de permitir a entrada de novos sócios (os detentores das ações) que investiam as suas poupanças para obter um retorno a prazo. Estes investidores tinham assim acesso aos mesmos benefícios dos fundadores destes negócios - também os seus donos maioritários. Quem pretendia angariar o capital tinha que demonstrar a coincidência de virtude e valor, tal como Adam Smith a descreve na “Riqueza das Nações”, em que as promessas feitas aos “novos sócios” - os investidores das ações, seriam cumpridas.

**Uma ação é vista como um interesse económico numa empresa, representa uma pequena fatia da empresa e o direito aos seus lucros.**

Este foi o sistema que permitiu uma criação de riqueza extraordinária e que foi essencial para a prosperidade que se tornou imagem de marca da era moderna.

Infelizmente, o capitalismo atual afastou-se, não só em grau mas também em espécie, das suas orgulhosas raízes tradicionais. Ao longo das últimas décadas, uma mudança gradual do “capitalismo dos donos” - que dá a parte de leão das recompensas do investimento àqueles que arriscam o seu capital (os acionistas) - culminou numa versão extrema do “capitalismo dos gestores” - que oferece recompensas vastamente desproporcionais àqueles a quem foi confiada a gestão das empresas em representação dos seus donos, os acionistas, e que os exemplos acima demonstram culminou numa enorme destruição de valor. O capitalismo dos gestores é uma traição do capitalismo dos donos, um sistema que funcionou, ainda que com imperfeições, com uma eficiência notável desde a Revolução Industrial, há dois séculos.

À medida que as ações se tornaram entretenimento, os mercados financeiros transformaram-se no nosso maior circo. Abunda o trading eletrónico; os anúncios para ficar rico ao segundo, os day traders e corretores fazem com que o mercado se mova em espasmos e muitas vezes sem qualquer relação com o verdadeiro valor dos ativos que lhes estão subjacentes. Uma obrigação emitida com vencimento a 10 anos que, há décadas, seria detida pelo mesmo investidor até ao seu vencimento, é detida pelos investidores alguns dias ou horas.

O que causou este desvio? Os profundos conflitos de interesse que permeiam o mundo da intermediação financeira e as alterações radicais de comportamento dos acionistas que ignoraram a sabedoria do investimento de longo prazo e abraçaram a loucura da especulação de curto prazo - esta mudança fez com que a precisão momentânea do preço da ação de uma empresa ganhasse a supremacia sobre o valor intrínseco da própria empresa.

## 3. O Triunfo dos otimistas

Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton - reputados estudiosos dos mercados financeiros mundiais, asse-

guram, no livro “Triumph of the Optimists”, que os otimistas triunfaram. Ao longo de 101 anos, o investimento em ações remunerou os investidores com retornos médios de cerca de 10% ao ano. Neste livro, apresentam uma análise consistente sobre as obrigações, ações, bilhetes de tesouro, moedas e inflação, nos 16 principais mercados no mundo desde os finais do século XIX ao início do século XXI.

O Professor Roger Ibbotson, da Universidade de Yale e o Professor Jeremy Siegel da Universidade de Wharton, ambas nos Estados Unidos, apresentam dados históricos dos mercados financeiros que permitem as mesmas conclusões.

Contudo, hoje o grande problema dos investidores é sofrerem de dois vieses que os condicionam na tomada de decisões: por um lado tendem a dar maior relevância às suas experiências pessoais e por outro, atribuem, na tomada de decisões, maior importância ao passado que viveram recentemente. Os investidores portugueses, muito mais investidos no mercado português - por terem maior conforto com os nomes das empresas que conhecem melhor e porque a ban-

**O capitalismo atual afastou-se, não só em grau mas também em espécie, das suas orgulhosas raízes tradicionais (...)** O capitalismo dos gestores é uma traição do capitalismo dos donos, um sistema que funcionou, ainda que com imperfeições, com uma eficiência notável desde a Revolução Industrial, há dois séculos.

ca concentra os investimentos em ações de empresas portuguesas - estão cada vez mais afastados do investimento em ações.

Numa altura em que as alternativas de investimento em obrigações ou depósitos a prazo estão com rentabilidades próximas de zero e, ao que tudo indica, por um período de tempo alargado, é lamentável que não tenham confiança para investir na classe de ativos que melhores rendimentos proporciona, nomeadamente com dividendos acima dos rendimentos de taxa fixa.

No investimento, é importante investir em ativos que produzam rendimento, comprá-los quando estão baratos e certificar-se que os gestores são capazes e honestos. São estes os gestores que merecem a confiança dos investidores. Só assim se cria um ciclo virtuoso em que a confiança gera negócio e a criação de riqueza, com rigor e transparência, gera mais confiança.

Os investidores devem procurar não repetir os erros do passado. Fazer sempre a mesma coisa e esperar resultados diferentes é absurdo.