



| CAPÍTULO 1 |

O MAIOR INVESTIDOR DO MUNDO

Todos os anos, a revista *Forbes* publica uma lista das 400 pessoas mais ricas dos Estados Unidos. Os nomes nessa lista variam de ano para ano, à medida que circunstâncias pessoais mudam e setores crescem ou encolhem, mas alguns nomes são constantes. O topo da lista é ocupado, via de regra, por megabilionários cuja fortuna está ligada a produtos (*software* ou *hardware* de computadores), serviços (varejo) ou ascendência (herança). Mas um dentre os integrantes recorrentes das cinco primeiras posições construiu sua fortuna em função do talento nos investimentos. Seu nome é Warren Buffett.

No início da década de 1990, Buffett encabeçava a lista. Depois, por alguns anos, ele oscilou entre o primeiro e o segundo lugar, alternando posições com um jovem chamado Bill Gates. Mesmo no ano 2000, marcado pela atividade frenética das empresas pontocom, quando grande parte da prosperidade representada pela lista Forbes 400 era proveniente do fenomenal crescimento tecnológico, Buffett, que sempre evitou com um sorriso no rosto tudo o que era de alta tecnologia, se manteve firme na quarta posição. Ele ainda era o único dos cinco primeiros da lista cuja coluna “fonte da fortuna” indicava “mercado de ações”. Em 2004, ele estava solidamente de volta à segunda posição.

Em 1956, Buffett montou sua sociedade de investimentos com US\$ 100; 13 anos mais tarde, ele saiu da sociedade com US\$ 25 milhões. Quando este livro foi revisado (meados de 2004), seu patrimônio pessoal tinha aumentado para US\$ 42,9 bilhões, as ações de sua



empresa estavam sendo vendidas a US\$ 92.900 cada e milhões de investidores ao redor do mundo o seguem com fervor.

Mas para entendermos Warren Buffett devemos ir além dos dólares, das realizações e de sua reputação.

O início da carreira como investidor

Warren Edward Buffett nasceu no dia 30 de agosto de 1930, em Omaha, Nebraska. Seu avô era proprietário de uma mercearia (e empregador do jovem Charlie Munger); seu pai era um corretor da bolsa local. Quando criança, Warren Buffett sempre foi fascinado pelos números e conseguia fazer, com facilidade, cálculos matemáticos complexos mentalmente. Aos 8 anos de idade, ele começou a ler os livros de seu pai sobre o mercado de ações; aos 11 anos, fazia anotações no quadro da corretora onde o pai trabalhava. Sua juventude foi animada por iniciativas empreendedoras e ele foi tão bem-sucedido que disse ao pai que não queria ir à faculdade e preferia entrar diretamente nos negócios. Seu pedido foi negado.

Buffett frequentou a faculdade de administração da University of Nebraska e, nesse período, leu um livro recém-lançado sobre investimentos escrito por um professor da Columbia University chamado Benjamin Graham. O livro era, é claro, *O investidor inteligente*. Buffett se empolgou tanto com as idéias de Graham que se matriculou na Columbia Business School para estudar com ele. Bill Ruane, hoje presidente do conselho do Sequoia Fund, era da mesma classe. Ele se recorda de uma química mental instantânea entre Graham e Buffett, o resto da turma não passava de uma platéia para eles.¹

Pouco depois de Buffett ter se formado pela Columbia com um mestrado em economia, Graham convidou o ex-aluno para trabalhar com ele na Graham-Newman Corporation. Durante os dois anos que passou lá, Buffett se viu totalmente imerso na abordagem de investimentos de seu mentor (veja uma discussão mais abrangente da filosofia de Graham no Capítulo 2).

Em 1956, a Graham-Newman foi dissolvida. Graham, então com 61 anos, decidiu se aposentar e Buffett voltou para Omaha. Munido dos conhecimentos adquiridos com Graham, do apoio financeiro da

família e de amigos, e de US\$ 100 no bolso, Buffett deu início a uma sociedade limitada de investimentos. Ele tinha 25 anos de idade.

A Buffett Partnership, Ltd.

A sociedade começou com sete sócios com responsabilidade limitada que, juntos, contribuíram com US\$ 105 mil. Os sócios recebiam 6% anuais sobre os investimentos e 75% dos lucros acima desse limite; os outros 25% iam para Buffett, que era o sócio solidário e tinha carta branca para investir os fundos da sociedade.

Ao longo dos 13 anos seguintes, Buffett acumulou juros compostos em uma taxa anual de 29,5%.² Não era uma tarefa fácil. Apesar de o índice Dow Jones — Dow Jones Industrial Average — ter apresentado quedas de preços em cinco anos diferentes ao longo daquele período de 13 anos, a sociedade de Buffett não teve sequer um ano de baixa. Buffett, inclusive, iniciou a sociedade com a ambiciosa meta de superar o índice Dow Jones em dez pontos todos os anos. E foi o que ele fez — não em dez — mas em 22 pontos!

À medida que a reputação de Buffett crescia, mais pessoas lhe pediam para administrar seu dinheiro. Buffett comprou, para a sociedade, a participação majoritária de várias empresas públicas e privadas e, em 1962, começou a comprar ações de uma empresa têxtil com problemas chamada Berkshire Hathaway.

Naquele mesmo ano, 1962, Buffett mudou o escritório da sociedade de sua casa para o Kiewit Plaza em Omaha, onde seu escritório permanece até hoje. No ano seguinte, ele realizou uma compra surpreendente.

Abalada por um escândalo envolvendo um de seus clientes, a American Express viu suas ações caírem de US\$ 65 para 35 quase da noite para o dia. Buffett aprendeu bem a lição de Ben Graham: quando as ações de uma empresa sólida estão sendo vendidas abaixo de seu valor intrínseco, aja com firmeza. Buffett tomou a ousada decisão de investir 40% do total do ativo da sociedade, US\$ 13 milhões, em ações da American Express. Nos dois anos seguintes, o preço das ações triplicou e os sócios embolsaram um lucro líquido de US\$ 20 milhões. Foi puro Graham — e puro Buffett.

Em 1965, os ativos da sociedade tinham crescido para US\$ 26 milhões. Quatro anos mais tarde Buffett decidiu dissolver a sociedade de investimentos, por considerar o mercado altamente especulativo e com oportunidades de lucro cada vez mais escassas.

Quando a sociedade foi dissolvida, os investidores receberam seus lucros proporcionais. Alguns, por recomendação de Buffett, procuraram o administrador de recursos financeiros Bill Ruane, um antigo colega de classe na Columbia. Ruane concordou em administrar o dinheiro deles e assim nasceu o Sequoia Fund. Outros, inclusive Buffett, investiram as receitas da sociedade na Berkshire Hathaway. Com isso, a participação de Buffett na sociedade cresceu para US\$ 25 milhões, o suficiente para lhe dar o controle da Berkshire.

O que ele fez é bem conhecido no mundo dos investimentos. Mesmo aqueles com interesse apenas passageiro no mercado de ações reconhecem o nome de Buffett e sabem alguma coisa sobre seu impressionante sucesso. Nos capítulos a seguir, acompanharemos a trajetória ascendente da Berkshire Hathaway nos 40 anos em que Buffett esteve no controle da companhia. E talvez o mais importante, concentraremos o nosso olhar abaixo da superfície para revelar a filosofia fundamentada no bom senso que norteou o seu sucesso.

O homem e sua empresa

Não é fácil descrever Warren Buffett. Fisicamente, ele não se destaca, com uma aparência muitas vezes comparada à de um avô. Intelectualmente, ele é considerado um gênio. Contudo, seu relacionamento prático com as pessoas é no mínimo descomplicado. Buffett é simples, direto, franco e honesto. Possui uma cativante combinação de sagacidade e senso de humor singelo e desprezioso. Tem um profundo respeito por tudo o que é lógico e antipatia declarada pela imbecilidade. Acolhe o que é simples e evita complicações.

Ao ler os relatórios anuais da Berkshire, sempre nos surpreendemos com a forma como Buffett demonstra desenvoltura citando a Bíblia, John Maynard Keynes ou Mae West. A palavra-chave aqui é leitura. Cada relatório possui entre 60 e 70 páginas de informações densas: sem ilustrações, gráficos coloridos ou diagramas. Aqueles que possuem

a disciplina suficiente para começar na primeira página e prosseguir sem interrupções são agraciados com uma dose saudável de perspicácia financeira, humor despretenso e franqueza. Buffett é sincero ao relatar seus resultados. Enfatiza tanto os pontos fortes quanto os fracos do negócio da Berkshire, acredita que as pessoas que possuem ações na Berkshire Hathaway são as proprietárias da empresa, e lhes conta tudo o que gostaria de saber se estivesse no lugar delas.

Quando Buffett assumiu o controle da Berkshire, o patrimônio líquido da empresa era de US\$ 22 milhões. Quarenta anos depois, esse valor tinha crescido para US\$ 69 bilhões. Há muito tempo a meta de Buffett tem sido aumentar o valor contábil da Berkshire Hathaway em uma taxa anual de 15% — muito acima do retorno obtido por uma empresa norte-americana média. Desde que assumiu o controle da Berkshire em 1964, o ganho tem sido muito maior: o valor contábil por ação cresceu de US\$ 19 para 50.498, um crescimento anual composto de 22,2%. Esse desempenho é ainda mais impressionante se levarmos em consideração que a Berkshire é penalizada por impostos tanto de renda quanto sobre ganhos de capital, e os retornos do índice de ações da Standard & Poor's 500 consideram os valores antes da dedução de impostos.

Em termos anuais, os retornos da Berkshire foram por vezes voláteis; mudanças no mercado de ações e, portanto, das ações subjacentes que a Berkshire mantém criam grandes oscilações no valor por ação (ver Tabela 1.1).

Tabela 1.1 Desempenho corporativo da Berkshire em comparação com o índice S&P 500

ANO	VARIÇÃO PERCENTUAL ANUAL		
	VALOR CONTÁBIL POR AÇÃO DA BERKSHIRE (1)	S&P 500 COM DIVIDENDOS INCLUIDOS (2)	VALORES RELATIVOS (1)–(2)
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8

[continua]

[continuação]

ANO	VARIAÇÃO PERCENTUAL ANUAL		
	VALOR CONTÁBIL POR AÇÃO DA BERKSHIRE (1)	S&P 500 COM DIVIDENDOS INCLUÍDOS (2)	VALORES RELATIVOS (1)-(2)
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	6,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23,0	8,8
1997	34,1	33,4	0,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	0,5	21,0	(20,5)
2000	6,5	(9,1)	15,6
2001	(6,2)	(11,9)	5,7
2002	10,0	(22,1)	32,1
2003	21,0	28,7	(7,7)
Ganho anual médio 1965–2000	322,2	10,4	11,8
Ganho geral 1964–2003	259.485	4.743	

Fonte: Relatório Anual da Berkshire Hathaway, 2003.

Observações: Os dados são dos anos civis, com as seguintes exceções: 1965 e 1966, o ano terminou em 30/9; 1967, 15 meses com término em 31/12.

A partir de 1979, as normas contábeis passaram a exigir que as empresas seguradoras avaliassem as ações possuídas a valor de mercado e não mais com base no menor valor, de custo ou mercado, como anteriormente. Na tabela, os resultados da Berkshire até 1978 foram reavaliados para se adequar à alteração das regras. Em todos os outros aspectos, os resultados foram calculados utilizando os números originalmente informados.

Os resultados do S&P 500 são mensurados antes dos impostos, enquanto os da Berkshire são mensurados depois dos impostos. Se uma empresa como a Berkshire simplesmente fosse a proprietária das empresas da S&P 500 e provisionasse os impostos adequados, seus resultados estariam abaixo do índice S&P 500 em anos no qual ele teve retorno positivo, mas teriam excedido o S&P em anos nos quais o índice teve um retorno negativo. Ao longo dos anos, os custos dos impostos teriam causado uma substancial defasagem agregada.

Para perceber a volatilidade, compare os resultados de 1998 com os de 1999. Em 1998, o valor das ações da Berkshire aumentou mais de 48%. Então, em 1999, o aumento caiu para um modesto 0,5%; o S&P 500, contudo, aumentou 21%. Dois fatores estavam envolvidos: os resultados da Berkshire podem ter sido uma consequência dos baixos retornos do setor de bens de consumo não duráveis (Coca-Cola e Gillette), enquanto o aumento do S&P foi alavancado pelo notável desempenho das ações de tecnologia, que a Berkshire não mantinha.

Falando com a franqueza pela qual é famoso, Buffett admitiu no relatório anual de 1999 que “grandes vantagens sobre o índice [S&P] são coisas do passado”.³ Ele previu, entretanto, que, ao longo do tempo, o desempenho da Berkshire seria “modestamente” melhor do que o do S&P. E foi isso o que aconteceu nos três anos seguintes. Então, em 2003, apesar de a Berkshire ter tido um ano maravilhoso — o valor contábil aumentou 21% —, o S&P teve um desempenho ainda melhor.

Buffett hoje

Nos últimos anos, a começar do final da década de 1990, Buffett tem se mostrado menos ativo no mercado de ações do que foi na década de 1980 e no início da década de 1990. Muitos notaram essa falta de atividade e se perguntaram se isso sinalizava que o mercado havia atingido o teto. Outros teorizaram que a falta de novas grandes aquisi-

ções de ações ordinárias simplesmente implicava que o tipo de ações que Buffett gosta de comprar não estava mais sendo negociado a preços atrativos.

Sabemos que a preferência de Buffett é “comprar certezas em liquidação”. As “certezas” são definidas pela previsibilidade do desempenho econômico de uma empresa. Quanto mais previsível for esse desempenho, mais certeza teremos em relação a sua avaliação patrimonial. Quando analisamos a relação das ações que Buffett detém, bem como as empresas de propriedade integral da Berkshire, é impressionante o alto grau de previsibilidade refletida nessa lista. A palavra “liquidação” da afirmação de Buffett obviamente se refere ao preço da ação.

Sabendo que Buffett gosta de comprar desempenhos altamente previsíveis a preços abaixo do valor intrínseco do negócio, podemos concluir que sua “greve de compras” reflete a falta de alternativas com essas características. Posso dizer com um alto grau de segurança que, se hoje a Coca-Cola, a Gillette ou outras companhias similares estivessem à venda por 50 centavos de dólar, Buffett acrescentaria mais ações à carteira da Berkshire.

Também conhecemos a disciplina adotada por Buffett de operar somente dentro de seu “círculo de competência”. Pense nesse círculo de competência como o acúmulo de experiência ao longo da vida. Se alguém operou com sucesso um determinado negócio em um determinado setor por uma década ou mais, diríamos que essa pessoa atingiu um alto nível de competência no que se refere às tarefas em questão. Entretanto, se outra pessoa tem alguns poucos anos de experiência operando um novo negócio, poderíamos com razão questionar o nível de competência dessa pessoa. Talvez, na mente racional de Buffett, a soma total de sua experiência em analisar e operar os negócios da carteira da Berkshire leva os padrões de competência a um patamar tão elevado que seria difícil atingir um nível semelhante de discernimento em novos setores.

Portanto, hoje Buffett talvez esteja diante de um dilema. Dentro de seu círculo de competência, os tipos de ações que ele gosta de comprar não estão atualmente sendo vendidas a preços mais baixos. Ao mesmo tempo, fora de seu círculo de competência, negócios de crescimento acelerado estão nascendo em novos setores que ainda precisam atingir

o alto nível de certeza econômica exigida por Buffett. Se essa análise for correta, ela explica por que grandes compras de ações ordinárias não têm sido feitas nos últimos anos.

Seria ingênuo pressupor que a redução no cardápio de ações disponíveis para compra tenha deixado Warren Buffett sem alternativas de investimento. Ele sem dúvida tem estado ativo no mercado de renda fixa, inclusive adotando um significativo posicionamento em títulos de alto rendimento em 2002. Ele também se mantém alerta para oportunidades periódicas de arbitragem, mas, considerando a quantidade de capital que Buffett precisa alocar para realizar retornos significativos, os mercados de arbitragem talvez não sejam tão produtivos quanto foram no passado.

Entretanto, os acionistas da Berkshire Hathaway não deveriam se sentir como se estivessem desprovidos de oportunidades. Com muita frequência os acionistas esquecem um dos princípios mais importantes que Buffett delineia todos os anos no relatório anual. O quarto princípio afirma: “Nossa preferência é atingir nossa meta [de maximizar a taxa anual média de ganho em valor intrínseco da Berkshire] mantendo um grupo diversificado de negócios geradores de caixa e regularmente ganhar retornos acima da média sobre o capital. Nossa segunda escolha é manter partes de negócios similares obtidos principalmente por meio de compras de ações ordinárias comercializáveis”.

Nos primeiros anos da Berkshire, manter ações ordinárias era o que mais fazia sentido em termos econômicos. Agora, à medida que os preços das ações ordinárias aumentaram radicalmente e o poder de compra dos lucros acumulados da Berkshire decolou, a estratégia de comprar empresas, preferência assumida de Buffett, passou para o primeiro plano.

Existe também um fator pessoal. Sabemos que Buffett aprecia seus relacionamentos com os gestores operacionais e tem muito orgulho da coleção de negócios operantes da Berkshire. Por outro lado, a ansiedade pela qual ele passou sendo um acionista de empresas de capital aberto, com as questões de remuneração executiva e estratégias questionáveis de reinvestimento de capital que acompanham o controle da empresa, pode ter feito a posição de ser um acionista menos atraente para Buffett hoje do que costumava ser. Se os fatores econômicos não

são convincentes, por que Buffett escolheria suportar os fiascos da governança corporativa associados a ser um acionista majoritário?

A única atividade na qual Buffett se envolve nos negócios operantes da Berkshire é a definição da remuneração executiva e a alocação dos lucros. No mundo da Berkshire, essas decisões são altamente racionais. Fora do mercado de ações, as decisões gerenciais referentes a remuneração executiva e realocação de capital nem sempre refletem a racionalidade.

O que isso significa para os investidores? Pelo fato de Buffett não se envolver ativamente no mercado de ações, eles também deveriam automaticamente se retirar? A estratégia alternativa de Buffett é comprar negócios às claras, uma opção que está fora do alcance da maioria dos investidores. Então, como eles deveriam proceder?

Parece haver duas escolhas óbvias. Uma delas é investir na Berkshire Hathaway e, assim, participar dos processos econômicos desses negócios fora de série. A segunda opção é adotar a abordagem de Buffett para os investimentos, expandir o círculo de competência estudando sistematicamente os modelos de negócio de empresas atuantes na Nova Economia e seguir em frente.

Acredito que os princípios fundamentais que até agora orientaram as decisões de Buffett são firmes e ainda apresentam oportunidades para que investidores cautelosos tenham um desempenho melhor do que o índice de ações S&P 500. O objetivo deste livro é apresentar esses princípios de forma que investidores conscientes possam compreendê-los e utilizá-los.