

Daniel Pecaut e Corey Wrenn

A Universidade *da* Berkshire Hathaway



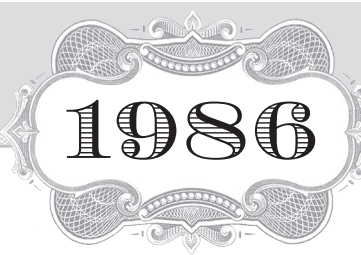
Lições Aprendidas durante Mais de 30 anos com

**WARREN BUFFETT &
CHARLIE MUNGER**

na Reunião Anual de Acionistas



ALTA BOOKS
E D I T O R A
Rio de Janeiro, 2020



1986

Local: Museu de Arte Joslyn

Participação: Aproximadamente 500 pessoas

Detalhes Sobre Este Ano:

- A ordem do dia foi concluída em poucos minutos, sendo aberta, na sequência, a sessão de perguntas e respostas com duração de 2h30.

Preço da Ação: US\$2.475

Um dólar investido em 1964 valeria hoje **US\$200**.

O valor patrimonial por ação da Berkshire subiu de US\$19,46 para **US\$2.073,06** (uma taxa de retorno composta de **23,3% a.a.**).

O S&P 500 acumulou **8,8%** anuais durante o mesmo período.

DESTAQUES DAS ANOTAÇÕES DE 1986

Antes de apresentar minhas reflexões sobre a reunião, vamos rever a estrutura filosófica de Buffett.

Investimento em Valor

Warren Buffett é o maior investidor de nossa era e o mais proeminente de um grupo de investidores em valor extremamente bem-sucedidos que compartilham de um mesmo mentor intelectual, Ben Graham. Os livros de Graham — *Security Analysis* [“Análise de Valores Mobiliários”, em tradução livre] (1934) e *O Investidor Inteligente* (1949) — tornaram-se as bíblias do investimento em valor.

Basicamente, Graham reduz a arte de investir a duas variáveis simples — preço e valor. O valor é aquilo que uma empresa vale; preço é o que você precisa pagar para obtê-la. Levando-se em conta o comportamento maníaco-depressivo do mercado de ações, surgem incontáveis ocasiões nas quais o preço de mercado de uma empresa está distintamente desalinhado com seu real valor de negócio. Em tais circunstâncias, um investidor pode conseguir comprar um dólar de valor por apenas 50 centavos de dólar. Perceba que não há qualquer menção aqui a taxas de juros, previsões econômicas, gráficos técnicos, ciclos de mercado etc. As únicas questões são preço e valor.

Também devo observar que Graham enfatiza uma grande *margin de segurança*. A estratégia é não comprar um dólar de valor por 97 centavos de dólar. Em vez disso, a diferença deve ser tão acentuada que absorva os efeitos de cálculos malfeitos e de uma sorte abaixo da média. Nas palavras de Buffett: “Ao construir uma ponte, você deve insistir que ela suporte o peso de 12 toneladas, mas permitir que apenas os caminhões com peso abaixo de quatro toneladas passem por ela.” Com o tempo, portfólios diversificados dessas ações demonstraram ter retornos superiores com um risco abaixo da média.

O Histórico de Buffett

Ninguém conseguiu aplicar esses princípios com mais eficácia do que Warren Buffett. Ao longo das últimas três décadas, ele sistematicamente buscou possuir a totalidade de boas empresas, ou partes delas, por um preço justo ou descontado. Os resultados são inspiradores.

Um investimento de US\$10 mil na sociedade de Buffett em 1956 transformou-se em US\$200 mil em 1969, um retorno acumulado com base anual

de 25,9%. Incrivelmente, a sociedade nunca teve um ano de baixa, mesmo com a existência de *seis* anos de baixa no mercado durante o período. Retornos superiores com risco abaixo da média, realmente.

Em 1969, a sociedade se desfez e a Berkshire Hathaway — originalmente uma pequena empresa têxtil da Nova Inglaterra — tornou-se sua base para fazer investimentos. Na época, o preço da ação da Berkshire era de US\$40. Hoje, ela vale cerca de US\$2.850, uma taxa de crescimento por ano acumulada de 28,5%. Dessa forma, por três décadas, o dinheiro sob a tutela de Buffett cresceu em uma taxa fenomenal.

Embora os resultados sejam de meu conhecimento há vários anos, ainda fico maravilhado com a realização.

A Reunião Anual da Berkshire Hathaway

Logo, foi com muito entusiasmo que participei da minha primeira reunião anual da Berkshire Hathaway.

A ordem do dia foi concluída em poucos minutos, sendo aberta, na sequência, a sessão de perguntas e respostas com duração de 2h30. Considerando os comentários de Buffett e de Munger, aqui estão aqueles que achei mais significativos.

Sobre o Valor Intrínseco da Empresa

Esse conceito é o aspecto central da abordagem de Buffett, que o define como “aquilo que uma empresa traria caso fosse vendida para um comprador capacitado”. Essa definição afasta-se da avaliação orientada aos números de Ben Graham, pois dá valor a itens intangíveis, como o talento de gestão e o valor de franquia.

É a genialidade de Buffett para identificar e avaliar esses intangíveis que o diferencia dos demais.

Sobre a Inflação

Buffett diz que esse é um fenômeno político, e não econômico. Enquanto os políticos não forem comedidos, eles vão imprimir muito dinheiro em algum momento. Embora estejamos possivelmente falando de dois anos ou mais no futuro, Buffett vê uma “inflação substancial” e “taxas nunca antes vistas”.

Essas são palavras poderosas para Buffett, um homem muito dado à subestimação e autodepreciação, portanto, não as entenda como superficiais. Se Buffett estiver certo, títulos de longo prazo e outros investimentos vulneráveis à inflação devem ser evitados.

Sobre as Previsões Econômicas

Leal aos princípios de Graham, Buffett diz que não dá bola às perspectivas econômicas. Suas decisões são baseadas apenas nos valores intrínsecos das empresas.

Curiosamente, apesar de suas impressões a respeito da inflação, Buffett não tem planos de mudar sua estratégia (que deu certo para ele por três décadas). No máximo, ele tentará encontrar empresas que consigam manter o ritmo com a inflação.

Sobre a Capital Cities/ABC

“A gestão da Cap Cities é a melhor em comparação a qualquer outra companhia aberta do país”. Foi dessa forma que Buffett explicou a maior aquisição do ano anterior.

A Berkshire ajudou a financiar a fusão dessas duas gigantes da mídia, investindo US\$517 milhões em três milhões de ações (US\$172,50 por ação) da nova empresa.

Cada ação CCB é negociada atualmente por US\$240.

Sobre o Mercado de Ações

Quando todos estão caminhando na mesma direção, Buffett observa que é possível ganhar mais dinheiro no mercado do que na compra de empresas inteiras. No entanto, esses momentos são raros. Neste instante, “não vemos nada nos mercados de valores mobiliários que nos traga o menor interesse”.

Buffett e Munger estão saindo do mercado. Seus negócios favoritos — mídia, bens de consumo e seguros — tiveram os preços remarcados dramaticamente para cima durante este momento de alta.

Talvez você possa perguntar: “Se Buffett está saindo do mercado, eu não deveria fazer o mesmo?” Essa é uma pergunta muito difícil. É crucial aprender com ele, não imitá-lo.

Ao vender, Buffett não está prevendo um declínio, embora seja certo que isso ocorrerá algum dia. Ele está simplesmente agindo conforme sua observação de que os valores intrínsecos das empresas de seu portfólio estão totalmente refletidos nos preços do mercado atual.

A Berkshire Hathaway representa agora US\$3,1 bilhões em ativos. A quantidade de empresas grandes o suficiente para chamar a atenção de Buffett é pequena. Os bons preços entre as ações de primeira linha são praticamente inexistentes. No entanto, não estamos tão restritos. Há milhares de pequenas empresas maravilhosas que podemos considerar.



1987

Local: Museu de Arte Joslyn

Participação: Mais de 500 pessoas

Detalhes Sobre Este Ano:

- A reunião teve como destaque uma sessão de perguntas e repostas de três horas de duração com os acionistas.

Preço da Ação: US\$2.827

Um dólar investido em 1964 valeria hoje **US\$229**.

O valor patrimonial por ação da Berkshire subiu de US\$19,46 para **US\$2.477,47** (uma taxa de retorno composta de **23,1%** a.a.).

O S&P 500 acumulou **9,2%** anuais durante o mesmo período.

DESTAQUES DAS ANOTAÇÕES DE 1987

Dando uma Volta

Nos últimos dois meses, tive o grande privilégio de ver vários dos investidores mais sábios do país:

- George Michaelis, da Source Capital, os fundos fechados com o melhor desempenho na última década, 28 de abril, Santa Mônica, Califórnia;
- Charles Munger, presidente da Wesco Financial, 28 de abril, Pasadena, Califórnia, e vice-presidente da Berkshire Hathaway;
- Warren Buffett, presidente da Berkshire Hathaway, 19 de maio, Omaha, Nebraska;
- Como talvez se recorde, também tive a felicidade de me encontrar com John Templeton em fevereiro.

Basicamente, meu associado, Mark Staal, e eu adotamos uma abordagem “o mundo como sala de aula”. Sendo assim, continuaremos a buscar pessoas incríveis como nossos “professores”. Esperamos que isso nos torne investidores melhores. No mínimo, certamente teremos menos desculpas para nossos erros.

Aqui está uma amostra de sua sabedoria coletiva.

Sobre o Mercado

Como a maioria dos investidores em valor (value investors), eles não veem muitos negócios com preços atraentes. “Michaelis mantém cerca de 40% em caixa ou equivalentes no portfólio do Source Capital. Buffett e Munger são ainda mais extremos. Eles venderam todas as suas posições não permanentes em ações e investiram US\$1 bilhão em títulos de renda fixa de 8 a 12 anos, livres de impostos.

Como Buffett destaca no relatório anual da Berkshire Hathaway:

“... surtos ocasionais daquelas duas doenças supercontagiosas, o medo e a ganância, sempre ocorrerão na comunidade de investidores. O momento dessas epidemias será imprevisível. E as aberrações de mercado produzidas por elas serão igualmente imprevisíveis quanto à sua duração e grau. Portanto, nunca tentamos antecipar a chegada ou partida de qualquer uma dessas doenças. Nosso objetivo é mais modesto: apenas tentamos ser

temerosos quando os outros são gananciosos, e ser gananciosos quando os outros estão temerosos.

No momento em que escrevo isso, há pouco medo visível em Wall Street. Pelo contrário, a euforia prevalece — e por que não seria assim? O que poderia ser mais emocionante do que participar de um mercado em alta no qual as recompensas aos donos de negócios se tornam gloriosamente desatreladas do baixo desempenho dos próprios negócios? Porém, infelizmente, o desempenho das ações não pode superar os retornos dos negócios reais indefinidamente.”

Percebendo que o mercado de ações japonês havia chegado a extremos selvagens, Buffett jocosamente citou Herb Stein: “Qualquer coisa que não dure para sempre, terminará.”

Ele acrescentou: “Não conseguimos ser mais sofisticados do que isso.”

Sobre a Inflação

Assim como John Templeton, Buffett acredita que a inflação significativa é inevitável devido à atitude do governo de dar soluções rápidas. “A disponibilidade de ter uma impressora de dinheiro como um curativo de curto prazo é muito tentadora... A inflação é um narcótico.” Na reunião, Buffett chegou até a dizer que ainda teremos muito mais inflação, muito mais até do que tivemos cinco anos atrás.

Isso apresenta sérias implicações para os investidores em renda fixa.

Observe que, para minimizar o risco de mercado, os títulos de Buffett chegarão à maturação em 12 anos. Você deveria considerar fazer o mesmo.

Conheça Suas Limitações/Seja Humilde

Esse parece ser o tema principal para todos esses grandes investidores. Templeton falou sobre ser humilde como o portal para a compreensão.

Munger observou que Tom Murphy, CEO da Capital Cities/ABC e considerado por Buffett como o melhor gestor empresarial do país, reza todos os dias por humildade. E descobrimos que George Michaelis é modesto e autodepreciativo.

Munger negou ser humilde (é claro), mas observou que a chave para seu próprio sucesso, bem como o de Buffett, tem sido o fato de que “temos uma opinião bem ruim sobre nossas habilidades”. Ele disse que preferiria estar com alguém que tem um QI de 130, mas que pensa que é de 128, do que com alguém cujo QI é de 190, porém acha que é de 240. Essa segunda pessoa lhe dará muitos problemas.

Uma Falsa Precisão

Buffett alegou que é um erro terrível pensar que as coisas que não estão no computador são precisas. Se for necessário trabalhar com três casas decimais, é complicado demais.

Consequentemente, em seus 35 anos de investimentos, Buffett diz que não viu melhoras na nova safra de gestores de investimentos. Eles não têm um grau maior de inteligência, não são mais psicologicamente estáveis e dificultam as coisas ainda mais.

Munger adicionou que os piores erros são cometidos a partir dos melhores gráficos e que o realmente necessário é um “senso comum esclarecido”.

Novamente, conhecer suas limitações e as limitações de suas informações parece ser a chave. Ou, como postula Keynes: “Prefiro estar vagamente certo do que precisamente errado.”

Sobre o Uso Indevido de Informações Privilegiadas

Embora aplauda os esforços da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (SEC) até o momento, Munger observou: “Quando recompensas incríveis vão para operadores de cassinos, é extremamente improvável que a civilização tenha alcançado o nirvana.”

Sobre o Ramo de Seguros

Buffett diz que a festa acabou e que a ressaca vai durar mais do que a curtição.

As empresas de seguro da Berkshire Hathaway observam uma queda radical no volume de prêmios. Os ganhos serão bons durante um ou dois anos (“o bar fechou, mas você consegue terminar seu drinque”), mas o negócio está se tornando intrinsecamente menos rentável em uma tendência muito discernível.

Curiosamente, uma das ações favoritas de George Michaelis é da maior corretora de seguros, a Marsh & McLennan.

Wall Street já chegou à conclusão de que a festa acabou, e derrubou as ações de seguros a níveis deprimentes.

Em nosso portfólio, Hanover e RLI estão sendo negociadas a um múltiplo de aproximadamente seis vezes o lucro.

Sobre o Negócio Ideal

Buffett: “Algo que custe um centavo, seja vendido por um dólar e seja viciante.”



1988

Local: Museu de Arte Joslyn

Participação: 580 pessoas

Detalhes Sobre Este Ano:

- As questões formais da reunião foram concluídas em alguns minutos. Foi aberta, então, uma sessão de três horas de perguntas e respostas com os acionistas.

Preço da Ação: US\$2.957

Um dólar investido em 1964 valeria hoje **US\$239**.

O valor patrimonial por ação da Berkshire subiu de US\$19,46 para **US\$2.974,52** (uma taxa de retorno composta de **23%** a.a.).

O S&P 500 acumulou **9,1%** anuais durante o mesmo período.

DESTAQUES DAS ANOTAÇÕES DE 1988

Sobre a Inflação

Conforme Buffett vem dizendo há vários anos, teremos uma inflação significativa em algum momento. Embora não saibamos quando nem o grau, ela parece ser inevitável. A razão é que “imprimir dinheiro é fácil demais. Eu faria isso, se pudesse”. E isso não é exclusividade dos EUA. Há uma propensão mundial rumo à inflação.

Hedges contra a Inflação

Levando-se em conta que teremos uma inflação alta, várias pessoas perguntaram se imóveis, moedas estrangeiras, alavancagem ou bens tangíveis deveriam ser considerados. Buffett e Munger basicamente desconsideraram todos:

Imóveis

Munger: “Todos falam sobre a grande quantia ganha com imóveis, mas se esquecem de falar sobre a grande quantia perdida com eles.”

Moedas Estrangeiras

Munger: “Já é difícil o bastante compreender a cultura na qual você cresceu, imagine a cultura de outro país.”

Alavancagem

Buffett: “Você pode fazer alavancagem até a altura de seus olhos, mas talvez não consiga atravessar o rio.”

Bens Tangíveis

Munger: “Alguém descobriu que o quadro de Van Gogh que foi vendido por US\$40 milhões deu um retorno de 13% de lucro acumulado no ano. Os acionistas da Berkshire conseguiram muito mais.”

O Hedge Supremo contra a Inflação

O que podemos fazer, portanto, para mitigar os efeitos da inflação? A mesma coisa que Buffett e Munger fariam caso não houvesse inflação. Com-

prariamos ótimas empresas que tivessem uma gestão excelente a um preço justo ou baixo e as deixaríamos funcionando sozinhas.

Embora a inflação seja indesejável, negócios bem geridos que empregam um capital relativamente baixo, com muito fluxo de caixa e que possuam flexibilidade de precificação lidarão bem com a inflação.

Sobre as Transações Programadas

Buffett observou que sempre que duas commodities se unem, haverá arbitragem e isso, na verdade, é uma função boa e necessária nos mercados de capitais.

A questão é se instrumentos derivativos como as opções baseadas em índices deveriam sequer existir. A opinião arriscada de Munger: “É uma ideia totalmente de jerico.”

Para ilustrar a questão, Buffett sugeriu que imaginássemos que a reunião anual estivesse acontecendo em um navio de turismo que saiu de curso e naufragou em uma ilha deserta. Poderíamos eleger Buffett como o presidente da ilha, com um mandato para maximizar a vida no local. Ele provavelmente colocaria metade dos acionistas para produzir alimentos, alguns para construir abrigos e outros, mais inventivos, para desenvolver ferramentas e novas tecnologias para o futuro. Agora, imagine que um teste de QI foi feito para que Buffett pudesse pegar 30 ou 40 dos melhores e mais inteligentes, dar a cada um deles um terminal da Quotron e fazer com que negociassem, no mercado futuro, os resultados dos alimentos produzidos na ilha. É absurdo, obviamente.

Sobre a Previsão de Ciclos de Negócios

Buffett: “Se eu viver um número X de anos, passarei por um número X de recessões. Porém, se passasse todo meu tempo tentando adivinhar os ciclos, a ação da Berkshire Hathaway valeria US\$15. Não dá para ficar entrando e saindo de negócios com base nas previsões.”*

Sobre o Salomon Brothers

Diferentemente de outros negócios da Berkshire, como a Nebraska Furniture Mart ou o World Book, Buffett disse que não faz ideia de como o mundo dos bancos de investimento será em dez anos. No entanto, haverá muita captação de recursos e o banco Salomon deverá preencher uma função importante.

* Atualmente, a ação da Berkshire vale US\$3,8 mil.

Buffett também reafirmou que eles gostam muito de John Gutfreund, o presidente do Salomon Brothers.

Munger (cuja expressão favorita parecia ser: “É um negócio difícil”) lançou um de seus comentários entusiasmados do dia: “O Salomon tem muitos talentos — a meritocracia suprema — e, com esses talentos, pode se dar muito bem ao longo do tempo.”

Para mim, parece que o Salomon Brothers, que está sendo negociado abaixo de seu valor patrimonial, pode se tornar uma posição essencial para o longo prazo.

Sobre Negócios Substitutos

Em resposta a uma questão sobre o impacto dos CDs nos negócios da World Book, Buffett caracterizou-se como “entusiasta da velha guarda” e sugeriu que as enciclopédias terão mudado muito pouco em 20 anos.

Em uma divagação fascinante, Buffett observou que “o fato de você estar ficando obsoleto não significa que você deve entrar no negócio que está lhe substituindo”.

Como exemplo, ele explicou que, se você fosse um visionário nos empreendimentos de trens de passageiros em 1930, talvez tivesse predito a chegada dos aviões. Mas a resposta não foi entrar nos negócios de aviões, que é um ramo terrível. A resposta foi sair dos negócios de transporte de passageiros de uma vez.

Sobre a Resiliência da Economia dos EUA

Buffett e Munger resolutamente recusaram-se a entrar em um longo debate sobre macroeconomia.

Buffett observou que o sistema econômico dos EUA é forte e consegue aguentar muitos abusos. Ele disse que a diferença entre uma política econômica ótima e uma ruim poderia ser de apenas 1% anual no PNB. Isto é, o PNB pode crescer com uma taxa de $(X-1\%)$ em vez de $X\%$ devido a políticas mal orientadas.

John Templeton compartilhou ideias semelhantes.

Em outras palavras, em vez de se preocupar com as projeções econômicas, esses investidores brilhantes se concentram em descobrir ótimos negócios com preços baixos dentro de nossa economia resiliente.

Sobre o Deficit Comercial

Buffett vê o deficit comercial como um problema muito mais sério do que o deficit orçamentário federal.

Para esclarecer seu ponto, ele observou que Peter Minuit pagou quinquilharias por Manhattan. Agora, estamos pagando uma Manhattan por quinquilharias! A ABC vendeu seu prédio comercial em Nova York por US\$750 milhões. Em troca, compramos videocassetes.

Dito de outro modo, ele explicou, estamos trocando o certo pelo duvidoso. Emitimos promissórias que estão sendo lentamente resgatadas em troca de partes daquilo que temos como certo. Isso é a consequência de um deficit comercial significativo.

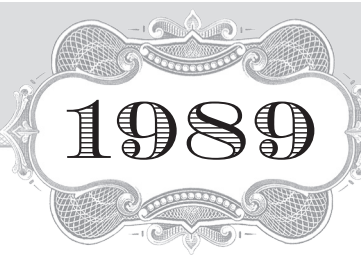
Biografias: Melhore Suas Amizades

Meus comentários favoritos são aqueles que passam uma visão interior daquilo que Munger e Buffett realmente são.

A uma pergunta sobre quais livros ler, Munger respondeu que ele adora biografias e as recomenda profundamente como uma maneira de “fazer amizade com mortos eminentes”. Buffett brincou: “E eles não respondem.”

Munger continuou explicando que as biografias nos dão uma experiência maravilhosa, ampliam nossos horizontes e podem até melhorar a qualidade de nossas amizades. Ele observou que *Golden Arches* [“Arcos Dourados”, em tradução livre] e *The Big Store* [“A Grande Loja”, em tradução livre] apresentam ótimas lições sobre negócios.

CAP. DE AMOSTRA



1989

Local: Museu de Arte Joslyn

Participação: Mais de mil pessoas

Detalhes Sobre Este Ano:

- A reunião desse ano sofreu um atraso de 15 minutos enquanto mais de mil pessoas se acomodavam no auditório Witherspoon Concert Hall. Buffett observou: “Muito mais pessoas vêm para falar sobre seu dinheiro do que para ver quadros antigos.”

Ranking na Fortune 500: 205º

Preço da Ação: US\$4.711

Um dólar investido em 1964 valeria hoje **US\$381**.

O valor patrimonial por ação da Berkshire subiu de US\$19,46 para **US\$4.296,01** (uma taxa de retorno composta de **23,8%** a.a.).

O S&P 500 acumulou **9,4%** anuais durante o mesmo período.

DESTAQUES DAS ANOTAÇÕES DE 1989

O Deficit Comercial:

Nosso Problema Econômico Mais Importante

Buffett explicou que o deficit comercial representa a distribuição de comprovantes que só podem ser resgatados em troca de ativos ou de itens de consumo. Estamos distribuindo US\$130 bilhões desses comprovantes por ano, então podemos consumir 103% do que produzimos. Embora isso pareça ser agradável no momento, tal estilo de vida nos levará a um problema realmente sério no futuro.

Ele comparou o problema com a ação de comer uma fatia a mais de pão por dia. Cem calorias a mais por dia não parecem muito, e nos conferem um prazer imediato. Porém, após um mês, foram consumidas três mil calorias a mais, causando o aumento de meio quilo. Continue assim e, em algum momento, você terá um problema significativo.

Resumindo, o deficit comercial assemelha-se a dar parte daquilo que temos como certo. Conforme esses comprovantes se acabam, os EUA cada vez mais abrem mão de seus ativos produtivos. Peter Minuit pagou quinquilharias por Manhattan. Agora, estamos pagando uma Manhattan por quinquilharias.

Junk Bonds: Quem Será o Pato?

Buffett observou que Ben Graham disse que as pessoas arranjam problemas muito maiores a partir de uma premissa sensata do que a partir de uma insensata.

Como ilustração, se eu recomendasse uma casa de frente para o mar no Alasca, você poderia rejeitar a proposta sob a alegação de ser insensata. Mas caso recomendasse uma casa de frente para o mar na Flórida, talvez você se interessasse, uma vez que a premissa é sensata. Contudo, muitas pessoas perderam até a roupa do corpo ao comprar terras na Flórida.

É isso o que acontece no jogo das aquisições alavancadas (LBO). O sucesso enorme de algumas LBOs sensatas levou a um excesso selvagem. Buffett e Munger não pouparam palavras sobre o “financiamento criativo” gerado por elas.

Os bonds de cupom zero (títulos quitados apenas na maturidade, sem pagamentos periódicos) e os bonds de pagamento em espécie (PIK) (pagamentos feitos com mais dos mesmos títulos que originaram a dívida, e não

em dinheiro) apenas adiam o momento da verdade. (Munger observou que, caso a Argentina tivesse PIKs, ainda estariam vigentes.)

Eles disseram que há grandes quantidades desses bonds que não poderão ser pagos sob a maioria das circunstâncias. As energias estão principalmente concentradas em passá-los para outra pessoa, para decidir quem será o pato.

Em resumo, o jogo da aquisição alavancada de junk bonds chegará a um extremo e vai parar apenas quando não puder mais ser jogado. Nesse ponto, “haverá sangue nas ruas”.*

Valor Intrínseco da Empresa: A Pergunta Anual

Essa é a essência da abordagem de valor de Buffett.

Ele disse que, para determinar o valor intrínseco de um ativo, apenas pegue o valor presente do fluxo de caixa livre de agora até a eternidade, com base nas taxas dos bonds.

A parte difícil, obviamente, é prever os fluxos de caixa futuros. É mais fácil fazer essa previsão em algumas empresas do que em outras. Mesmo assim, é fácil errar.

Buffett observou que caso ele e Munger tivessem um valor de X a 3X para um ativo, então eles tentariam comprá-lo por $1/2X$.†

Perspectiva para o Ramo de Seguros: Vai Piorar antes de Melhorar

Buffett e Munger fizeram duas observações básicas: uma foi que a regulação do ramo de seguros só ficará mais onerosa. O Projeto de Lei nº 103 da Califórnia reflete o antagonismo sentido pela população a respeito do ramo de seguros. A outra foi que as perdas com cobertura continuarão a crescer por no mínimo mais dois anos.

* George Michaelis traz um sumário interessante sobre as aquisições alavancadas no relatório do primeiro trimestre de sua empresa, a Source Capital. De acordo com ele, para evitar ser pato, é necessário fazer o seguinte:

- A. Evitar financiar aquisições caras através do mercado de títulos de high yield (alto risco e alto retorno);
- B. Evitar comprar ações de empresas financeiras que participem financiando esses negócios arriscados;
- C. Evite registrar avaliações irreais em seu portfólio de ações ordinárias, que tomam por base os valores especulados nessas aquisições alavancadas.

† Buffett pagou $23\frac{1}{4}$ pela ServiceMaster no início de 1987. Podemos deduzir, então, que ele calculou que o valor intrínseco da empresa na época era aproximadamente de 46 a 140. Hoje, o valor intrínseco da ServiceMaster é de 2278.

O Jato Minúsculo: Uma Extravagância Ridícula

As reuniões são sempre recheadas com humor e uma sagacidade simples.

Embora Buffett se orgulhe de nunca acrescentar o desnecessário, a Berkshire comprou, de fato, um jato corporativo alguns anos atrás. Ao ser questionado sobre o “jato minúsculo”, Munger respondeu: “Desconheço essa extravagância ridícula.” Ele viaja na classe econômica.

O Valor das Marcas: É Ótimo Ter uma

A See's Candy, uma subsidiária da Berkshire Hathaway, está tentando comercializar uma nova calda de chocolate e espera perder dinheiro por algum tempo na empreitada. A Hershey's é uma concorrente dura. É muito difícil entrar no negócio alimentar, e é precisamente por isso que a marca estabelecida de um produto é tão valiosa.

De forma similar, Buffett disse que bebia cinco Pepsis por dia até trocar para a Cherry Coke. Agora, ele bebe cinco Cherry Cokes por dia. Após 50 anos de pesquisa, ele brincou que finalmente percebeu que há apenas duas empresas no ramo. Coca-Cola e Pepsi possuem mais de 70% do mercado de refrigerantes, e sua participação no mercado cresce a cada ano. Ele enfim tomou uma decisão e comprou uma delas.[‡]

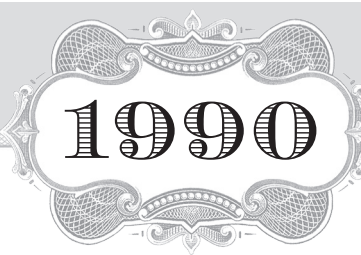
O Passado Não É Necessariamente um Prólogo

A história de Wall Street sempre se caracterizou por crescimento e queda.

Uma das razões que Buffett deu para o excesso humano é a confiança irracional no passado recente. Por exemplo, os defensores do junk bond apontam para os últimos 30 anos de desempenho atrativo dos títulos “high yield” e alegam, portanto, que continuarão indo bem. Buffett observou que tal análise é similar a pensar que o sol nasceu porque o galo cantou. Enquanto isso, os junk bonds valem cada vez menos, e um final ruim parece ser cada vez mais provável.

Como Buffett sintetizou: “Se os investidores tivessem apenas que estudar o passado, as pessoas mais ricas seriam os bibliotecários.”

[‡] A Berkshire possui 6,3% da Coca-Cola.



1990

Local: Orpheum Theater

Participação: 1,3 mil pessoas

Detalhes Sobre Este Ano:

- Para acomodar o número maior de participantes, um local maior foi escolhido, o Orpheum Theater.

Ranking na Fortune 500: 179º

Preço da Ação: US\$8.696

Um dólar investido em 1964 valeria hoje **US\$703**.

O valor patrimonial por ação da Berkshire subiu de US\$19,46 para **US\$4.612,06** (uma taxa de retorno composta de **23,2%** a.a.).

O S&P 500 acumulou **10,2%** anuais durante o mesmo período.

DESTAQUES DAS ANOTAÇÕES DE 1990

Ritos da Primavera

Desde que adotamos a abordagem do mundo como nossa sala de aula, participamos regularmente das reuniões anuais da Berkshire e selecionamos outras também. Este ano, participamos das seguintes “aulas” com alguns dos nossos “professores” favoritos:

- 30 de abril, Omaha, *Berkshire Hathaway*, Warren Buffett e Charles Munger;
- 7 de maio, Los Angeles, *Source Capital*, George Michaelis;
- 8 de maio, Pasadena, *Wesco Financial*, Charles Munger.

Eles compartilharam muitos insights ótimos que, agora, gostaria de compartilhar com você. No entanto, houve uma ênfase marcante em um conceito desses cavalheiros, e achei que seria interessante agora rever este tema.

Compre Empresas Maravilhosas

“É muito melhor comprar uma empresa maravilhosa por um preço aceitável do que uma empresa aceitável por um preço maravilhoso.”

— WARREN BUFFETT

De acordo com cada uma das reuniões mencionadas previamente e com o relatório anual da Berkshire Hathaway, a chave para o sucesso nos investimentos é comprar empresas maravilhosas.

Assim como outras grandes verdades, essa pode parecer óbvia, mas não é. Na realidade, é um distanciamento completo da abordagem de valor recomendada pelo pai filosófico do investimento em valor, Benjamin Graham.

Na reunião anual da Source Capital, Michaelis explicou que há dois temas básicos no investimento em valor: 1) compre ativos; e 2) compre capacidade de gerar lucros.

A primeira abordagem concentra-se na compra de uma empresa muito abaixo de seu valor de liquidação.

Ben Graham era um caçador de ativos a um preço baixo, provavelmente a abordagem certa durante a fase de saída da depressão econômica pela qual passou.

O problema em comprar ativos baratos, no entendimento de Michaelis, é que a única maneira de aumentar o valor é por meio de algum tipo de acontecimento.

Buffett expressou praticamente a mesma opinião em seu relatório anual, chamando o estilo de investimento em ativos de a “abordagem da guimba de charuto”. A não ser que seja um liquidador, você pode ter que esperar muito tempo pela “baforada” de lucro.

Na reunião anual da Wesco Financial, Munger expressou-se da seguinte maneira: “O que ele quer são negócios ‘imunes a idiotas’”. Ele mostrou a Coca-Cola e o *Washington Post* como exemplos e os descreveu como “as primeiras garantias contra a passagem do tempo”.*

Cegueira Institucional

O fascinante é que esses dois senhores tiveram por si só a ideia de comprar boas empresas.

Michaelis me confessou que o assunto nunca foi discutido na Harvard Business School.

Na reunião da Wesco Financial, Munger observou que, quando Ben Graham, um dos professores mais brilhantes, ensinou Warren Buffett, o aluno mais brilhante de Graham, o assunto *nunca foi mencionado*.

Munger lamentou que as escolas de negócios não preparam gestores melhores, e que poderiam fazê-lo caso estudassem o que torna uma empresa boa, assim como o que torna uma empresa ruim. Mas eles não estudam.

Ao ser questionado sobre por que elas não fazem isso, Munger respondeu que, para isso, as escolas de negócios teriam que pôr em dúvida a moral e o desempenho falhos das maiores corporações dos EUA, as mesmas que empregam muitos dos alunos dessas instituições.

Munger explicou que as escolas de negócios estão apenas dando atenção ao conselho de Ben Franklin: “Antes do casamento, os olhos devem estar bem abertos; depois, semicerrados.”

“As escolas de negócios são ótimas em manter os olhos semicerrados”, concluiu Munger.

* No passado, Buffett deu a Munger os créditos por tê-lo direcionado a comprar empresas maravilhosas em vez de ativos baratos.