

EM BUSCA DO PORTFOLIO PERFEITO

*As Histórias,
as Vozes e os
Principais Insights
dos Pioneiros Que
Moldaram a Forma
Como Investimos*

**ANDREW W. LO
e STEPHEN R. FOERSTER**



ALTA BOOKS
EDITORA

Rio de Janeiro, 2022

1

Uma Breve História dos Investimentos

A Mesopotâmia e os Primórdios do Investimento

A arte de investir vem sendo praticada desde os primórdios do *Homo economicus*. Nos primórdios, os investimentos podem estar vinculados às decisões de risco/retorno das negociações de longa distância. No fim do período Neolítico Pré-cerâmica, no Oriente Médio Pré-histórico, entre 9500 e 8500 AEC, surgiu a vida em aldeias colonizadas. Os colonizadores do Vale do Jordão começaram a realizar o comércio de longa distância de obsidiana, trigo domesticado e ovelhas com o povo da Anatólia Central e da cadeia montanhosa Zagros-Tauro, onde fica a atual Turquia.¹ Os comerciantes empreendedores desse período enfrentaram perigos significativos nessas jornadas comerciais, tomando decisões de risco/retorno durante todos os dias em que continuavam na sua busca por lucro. Graças a algumas decisões de investimento muito inteligentes de sua parte, o comércio de longa distância prosperou como nunca antes, abrangendo uma distância de aproximadamente 2.400km e envolvendo uma variedade impressionante de matérias-primas.

Se pensarmos em um portfólio em um sentido amplo, como o capital que é economizado ou investido para um objetivo futuro, as evidências recentes sugerem que esses colonos do período Neolítico Pré-cerâmica tratavam os grãos da mesma forma que trataríamos um portfólio hoje. O armazenamento de ali-

mentos é um componente vital do desenvolvimento econômico. Escavações realizadas no século XXI perto do Mar Morto, na Jordânia, revelaram fortes evidências da existência de celeiros sofisticados, mesmo antes da domesticação das plantas.² Isso sugere que os colonos foram capazes de reduzir os riscos sazonais dos alimentos e se estabelecer em uma área específica por mais de uma estação por ano. Essas instalações para armazenamento, uma ruptura em relação aos períodos anteriores, representaram uma forma crítica de gestão de risco que permitiu aos colonizadores equilibrar o consumo, se prevenir contra secas e planejar a próxima semeadura.

O investimento também está diretamente relacionado ao valor do dinheiro no tempo — à noção de que US\$1 hoje vale mais do que US\$1 amanhã. Na verdade, investir significa movimentar o valor econômico ao longo do tempo — por exemplo, fornecer a um empresário uma fonte de dinheiro necessária no presente em troca de uma promessa de participação nos lucros futuros. Mesmo antes do advento da escrita, a contabilidade já desempenhava um papel importante, uma vez que era fundamental ter um registro das transações e dos contratos entre duas partes. As evidências da existência da contabilidade na forma de manutenção de registros das mercadorias estendem-se até 7000 AEC, com base na interpretação do uso de símbolos — mais ou menos do tamanho das peças de um jogo de tabuleiro — nos primeiros assentamentos urbanos da Mesopotâmia.³ Inicialmente, não ficou claro, para os arqueólogos, para que esses símbolos eram usados; no entanto, um deles finalmente reconheceu que velhas tábuas de Uruque, datando de 3100 AEC e repletas de escrita cuneiforme, também continham pictogramas desses mesmos símbolos. Por exemplo, o símbolo para comida evoluiu de um símbolo em forma de prato. A maioria dos pictogramas representava mercadorias do dia a dia, como ovelhas e pães. Praticamente todas essas tábuas antigas eram registros contábeis ou contratos presumivelmente usados por algum tipo de autoridade central, como um templo, a fim de contabilizar quais mercadorias entravam e quais saíam do templo.

Essas tábuas também nos fornecem registros de empréstimos antigos. Por exemplo, o empréstimo pessoal mais antigo de que se tem conhecimento talvez seja um registro sumério de cerca de 2400 AEC: Ur-garima emprestou 40 gramas de prata e 900 litros de cevada a Puzur-Eshrat.⁴ Por volta dessa época,

emitiu-se o primeiro seguro fiança de que se tem conhecimento, com uma segunda parte garantindo o reembolso se a primeira não reembolsasse o credor. Uma tábua de pedra escrita em caracteres cuneiformes indica que tal título, que garantia o pagamento dos grãos, foi emitido em Nippur, na Mesopotâmia. A fiança foi redigida por um escriba, incluía os nomes de quatro testemunhas e, segundo o costume da época, foi lavrada em triplicado.⁵

Outros registros antigos indicam acordos de negócios mais complexos, incluindo precursores do que consideramos instrumentos financeiros modernos. Por exemplo, um tipo de contrato de derivativos data de 1900 AEC. Os derivativos recebem esse nome porque seus preços são derivados de algum título subjacente, como o preço de uma mercadoria. Os primeiros contratos de derivativos de que se tem conhecimento — que, atualmente, seriam chamados de contratos futuros — foram escritos na Mesopotâmia, em escrita cuneiforme em tabuletas de argila, e envolviam a entrega futura de mercadorias, muitas vezes combinada com empréstimos. Um desses contratos foi entre um comerciante, Magrattum Akshak-shemi, e seu cliente, Damqanum, concordando com a futura troca de trinta pranchas de madeira de comprimentos específicos.⁶

Quando o famoso arqueólogo Sir Leonard Woolley escavou a cidade mesopotâmica de Ur, uma de suas surpreendentes descobertas foi o distrito financeiro mais antigo de que se tem conhecimento, além da possível origem do mercado de negociação de títulos. Woolley descobriu que, em 1796 AEC, um empresário instruído chamado Dumuzi-gamil e seu parceiro, Shumi-abiya, pegaram 500 gramas de prata emprestadas de outro empresário, Shumi-abum. Dumuzi-gamil concordou em devolver sua parte da prata em 5 anos — um empréstimo com um prazo relativamente longo — a uma taxa de juros anual de 3,8%.⁷ Mas, em vez de simplesmente ficar com o empréstimo, Shumi-abum o vendeu a alguns comerciantes conhecidos, os quais conseguiram recebê-lo no vencimento do empréstimo, indicando, assim, a existência de um mercado para a negociação de títulos. Os documentos de Ur sugerem que havia um mercado líquido para essas notas promissórias pessoais. Refletindo os princípios do valor do dinheiro no tempo, Dumuzi-gamil provavelmente usou o empréstimo como uma fonte produtiva de dinheiro imediato para financiar seu empreendimento como distribuidor de pão. Ele também usou parte dos fundos para atuar

como banqueiro, emprestando a uma taxa de juros mensal de 20% — o que equivale a uma taxa anual composta de quase 800%!

Nem todos os investimentos e negócios deram certo para todos. Mesmo séculos antes da existência das mídias sociais, a reputação era importante, e, por volta de 1750 AEC, a reputação de um comerciante de cobre de Dilmun chamado Ea-Nasir certamente não era boa. Na verdade, o que são, indiscutivelmente, as cartas de reclamação mais antigas do mundo (embora escritas em tábuas) o colocam sob uma luz nada lisonjeira. Sua carreira parecia ter começado bem, e ele foi considerado um bom risco de crédito ao comprar e vender para o palácio de Ur. No entanto, foram descobertas muitas reclamações de comerciantes sobre a qualidade de seu cobre, as quais ficaram gravadas em pedra para toda a eternidade. Um homem chamado Nanni ficou tão chateado que cobriu os dois lados de uma tábua inteira com suas queixas: “Você ofereceu lingotes de má qualidade ao meu mensageiro. Quem você acha que sou para me tratar dessa maneira — com tanto desprezo? (...) Você vai aprender que aqui, em Ur, não aceitarei cobre de sua parte que não seja bom.” Evidências arqueológicas sugerem que a riqueza de Ea-Nasir, por fim, declinou, e ele foi forçado a migrar do comércio de cobre para mercados menos lucrativos, como o mercado imobiliário e o comércio de roupas de segunda mão.⁸

De AEC para EC: Moedas, Títulos, Ações e Muito Mais

A força vital de qualquer sistema financeiro é o dinheiro. Ele atua como meio de troca, permitindo que haja um sistema mais eficiente do que um mundo de permutas. O dinheiro atua tanto como uma unidade de conta, que indica nosso nível de riqueza, quanto como uma reserva de valor, que pode ser economizada para ser usada no futuro. Para desempenhar essas funções, o dinheiro precisa ser durável, intercambiável, portátil e confiável. Embora acredite-se que a permuta já exista há, pelo menos, 100 mil anos, as primeiras moedas de que se tem conhecimento foram encontradas por arqueólogos no Templo de Ártemis, em Éfeso, na atual Turquia, e acredita-se que tenham sido cunhadas em 600 AEC.⁹ Feitas de liga de ouro e prata, essas moedas apresentavam a cabeça de um leão rugindo. É difícil comparar valores ao longo de diferen-

tes épocas históricas, mas acredita-se que cada uma dessas moedas poderia comprar cerca de dez cabras.

Após os primeiros derivativos na Mesopotâmia, outro tipo de contrato de derivativos, a opção de compra, foi usado por volta de 600 AEC na Grécia Antiga. As opções de compra permitem ao comprador adquirir determinado ativo a um preço acordado em uma data futura. Um dos primeiros registros de tal transação está relacionado ao preço subjacente das prensas de azeite. Na época, o azeite de oliva era usado para fazer sabão e para cozinhar, além de ser usado como combustível para lâmpadas e hidratante para a pele.¹⁰ Depois de muitos anos de colheitas ruins, o filósofo e matemático grego Tales de Mileto (conhecido como um dos Sete Sábios da Grécia) usou a astronomia para prever uma safra abundante de azeitonas que se aproximava. Durante o inverno, ele negociou opções de compra para adquirir as prensas na primavera pelo preço atual reduzido. Ele comprou todas as prensas de azeitonas que pôde encontrar de produtores desanimados e fez uma fortuna quando a safra abundante prevista chegou. Como narrado mais tarde por Aristóteles em seu conhecido texto *A Política*, Tales “conseguiu provar que, se assim desejarem, é fácil para os filósofos enriquecer, embora esse não seja o negócio em que realmente atuam”.¹¹

No quarto século AEC, o conhecido orador grego Demóstenes estava às voltas com uma questão de investimento. Seu pai, de mesmo nome, morrera como proprietário de uma fábrica de móveis, de uma fábrica de armas, de muitos empréstimos para terceiros, entre outros ativos — evidências iniciais de um portfólio de investimentos estimado atualmente em mais de US\$11 milhões. No entanto, seus bens foram mal administrados por seus tutores; então, quando Demóstenes fez 21 anos, ele os levou ao tribunal. Como argumento, ele procurou estabelecer o valor original dos bens e em quanto eles deveriam ser avaliados se tivessem sido administrados de maneira adequada, realizando o que hoje seria chamado de cálculo do valor presente líquido.¹² Ele foi bem-sucedido no tribunal, mas acabou recebendo apenas uma fração do valor de seus bens.

Desde o terceiro século AEC, ou talvez antes, os fundos de endowment foram estabelecidos na Grécia¹³ e, mais tarde, no Império Romano. O objetivo desse fundo é coletar doações de caridade e distribuir os recursos gerados por meio dos investimentos do fundo, preservando-se o capital. Alguns dos primei-

ros endowments foram usados para distribuir prêmios em dinheiro a diversos grupos em celebrações anuais, para pagar os salários dos professores que educavam os jovens ou para financiar sacrifícios de bois em ritos religiosos. Em alguns casos, o capital foi emprestado a uma taxa de 12%, embora, mais tarde, tornou-se mais comum emprestar à taxa de 10%. Assim como hoje, havia, inclusive, um imposto tributário sobre as doações.¹⁴ Muitos dos mais conhecidos endowments desse período foram estruturados de forma que os doadores ricos da elite pudessem limitar suas obrigações fiscais, protegendo os imóveis de uma possível cobrança de impostos e, talvez, até mesmo aumentando seu patrimônio privado.

Por volta de 221 AEC, a moeda de bronze padronizada foi introduzida na China por seu primeiro imperador, Qin Shi Huangdi, como a primeira moeda do Império agora unificado e como sua única moeda aceitável, embora os registros arqueológicos mostrem que moedas semelhantes a essa podem ter sido produzidas centenas de anos antes.¹⁵ Essas moedas tinham um peso padronizado de meio liang, ou cerca de 8 gramas. Elas tinham um formato de anel, com um orifício quadrado no meio, o que permitia que várias delas fossem amarradas juntas, e continuaram a ser cunhadas até o fim do Império sob o comando do imperador Puyi, em 1912. Essas moedas (historicamente chamadas de “cash” [dinheiro] em inglês) são importantes porque, como acontece com o dinheiro atualmente, elas eram consideradas moedas fiduciárias, não lastreadas por quaisquer metais preciosos, como o ouro, mas obtendo valor apenas em virtude de decretos e convenções.

Depois que as moedas passaram a ser aceitas como moeda fiduciária e o peso e o tipo de metal da moeda deixaram de ser importantes, era apenas uma questão de tempo até que o papel-moeda fosse aceito. As notas bancárias, a forma mais comum de moeda atualmente, originaram-se na China durante a dinastia Tang (618–907 EC). O papel-moeda, ou simplesmente nota, é uma promessa garantida de pagar ao portador ou proprietário da nota sob demanda. Os comerciantes chineses inventaram a primeira nota por volta de 800 EC.¹⁶ A ideia era que determinada quantia em dinheiro seria depositada na guilda de um comerciante local, o qual receberia um recibo por escrito. Esse recibo poderia, então, ser levado a outra cidade e trocado por dinheiro por meio dessa guilda. As diferentes

guildas quitavam periodicamente os valores devidos, evitando, assim, o risco de transportar muito dinheiro. Em 841 EC, o governo proibiu esse costume, a fim de monopolizar a emissão de papel-moeda.

Durante a dinastia Song (960–1279 EC), sob o poder do Imperador Zhenzong (997–1022 EC), o primeiro papel-moeda oficial do mundo foi elaborado. Foram impressas notas que valiam de 1 a 10 guan (ou cordões de moedas) e que equivaliam, respectivamente, a mil e 10 mil moedas. No resgate, porém, apenas uma parte era realmente paga em dinheiro. Por exemplo, 1 guan poderia ser trocado por 770 moedas. Séculos depois, exploradores europeus, como Marco Polo, introduziram o conceito de papel-moeda no mundo ocidental. Atualmente, o papel-moeda está por toda a parte. Na frente do papel-moeda dos Estados Unidos está a promessa “esta nota tem curso legal para todas as dívidas, públicas e privadas” e, no verso, a declaração “em Deus confiamos”. Na verdade, você está confiando no Tesouro dos Estados Unidos e no Sistema de Reserva Federal para cumprir essa promessa.

O precursor dos títulos públicos — e a primeira forma de controlar as finanças públicas — teve origem em Veneza em 1172.¹⁷ O que hoje consideramos títulos, na verdade, surgiu por acidente. A república de Veneza estava em batalha com Bizâncio, o sucessor oriental do Império Romano, pelo controle do Mar Adriático. Sob alegações forjadas de que os venezianos incendiaram um bairro de Constantinopla, o imperador de Bizâncio, Manuel I Comneno, gerou uma crise ao tomar os mercadores venezianos como reféns, prendendo-os e confiscando suas mercadorias. O doge de Veneza, Vitale II Michiel, precisava construir uma frota de navios rapidamente para travar uma guerra, a fim de libertar os reféns e recuperar o patrimônio veneziano. Em virtude das leis religiosas de usura, no entanto, os empréstimos eram ilegais.

Para financiar a frota, o doge elaborou um esquema de empréstimo — que, tecnicamente, não era um empréstimo — conhecido como *prestito* (empréstimo, em italiano), na forma de um imposto obrigatório, mas com a promessa de pagar juros de 5% até que a dívida fosse liquidada. Esse esquema gerou uma relação credor-devedor entre a cidade e seus cidadãos, em vez de colocar o controle de credor nas mãos de apenas alguns investidores. O *prestito* tornou-se bastante popular e acabou sendo comercializado com frequência no Mercado

de Rialto. Infelizmente, as coisas não deram certo para o doge. Enquanto sua frota de 126 navios estava ancorada na costa da Ásia Menor, Manuel I Comneno ganhou tempo ao prometer uma resolução por meio de um acordo. No entanto, a frota veneziana foi repentinamente devastada pela peste. Milhares morreram; apenas ¼ da frota sobreviveu. A missão foi interrompida e os sobreviventes voltaram para casa derrotados. Quando os venezianos viram que o doge havia sobrevivido, mas que muitos outros haviam morrido, uma multidão o perseguiu e o executou. Além disso, embora a república enfraquecida continuasse a pagar os juros, ela nunca foi capaz de reaver o capital do empréstimo.

As finanças públicas tornaram-se muito úteis para as potências europeias em expansão. Os primeiros títulos públicos foram emitidos em Amsterdã em 1517, muito antes de a Holanda existir como um país,¹⁸ e os primeiros títulos foram emitidos por um governo federal em 1694, por meio do Banco da Inglaterra, para financiar a guerra da Inglaterra contra a França.¹⁹ Um dos mais antigos títulos perpétuos de que se tem conhecimento, que pagava uma taxa de juros fixa em perpetuidade ao detentor do título, foi emitido pelo conselho hídrico holandês de Lekdijk Bovendams, em 1648, e redigido em pele de cabra; o dinheiro arrecadado foi usado para pagar os trabalhadores que construíram uma série de cais perto de uma curva do rio, a fim de evitar a erosão.²⁰ O interessante sobre esse título é que ele continua pagando juros até hoje! Um dos cinco detentores desses títulos de que se tem conhecimento é a Yale University, cujo título é exibido na Biblioteca Beinecke. Em 2015, Timothy Young, o curador de livros e manuscritos modernos da biblioteca, viajou para Amsterdã a fim de coletar 12 anos de juros no valor de €136,20, ou US\$153, ao passo que, em 2003, a universidade coletou 26 anos de juros acumulados.

A empresa aberta mais antiga do mundo data de 1369, quando um grupo de moleiros franceses formou a Société des Moulins de Bazacle.²¹ Os proprietários do moinho, que compartilhavam um arrendamento perpétuo no rio, elaboraram um plano de participação nos lucros. Alguns anos mais tarde, um dos moleiros estava uma década atrasado no pagamento da dívida a um comerciante, e a resolução do processo subsequente resultou em uma nova estrutura corporativa que incluía a inovação, agora comum, de um conselho de administração eleito para proteger os acionistas. A empresa foi considerada uma entida-

de jurídica distinta, separada dos acionistas. A Société des Moulins de Bazacle sobreviveu às enchentes que destruíram a barragem, a blocos de gelo, à fome, às pragas e a uma revolução, embora ainda pagasse 100% de seus lucros em dividendos. As ações eram transmissíveis e, em alguns anos, já havia um giro de cerca de 20% delas. Havia, também, uma restrição digna de nota em relação ao giro dessas ações: além de pagar uma generosa taxa ao tabelião, os novos acionistas tinham que oferecer um jantar para todo o conselho de administração.

As primeiras sociedades anônimas “modernas” foram a British East India Company (EIC), fundada em 1600, e a Dutch East India Company, também conhecida como Vereenigte Ost-Indische Compagnie (VOC), fundada em 1602.²² A EIC foi formada como um monopólio do comércio na Índia e, posteriormente, na China, enquanto a VOC foi uma fusão, controlada pelo governo, de várias empresas holandesas que receberam o monopólio do comércio na Índia. Em 1609, a VOC se tornou a primeira sociedade anônima moderna a levantar uma grande quantidade de capital por meio da emissão de ações com pagamento de dividendos. Por mais de um século, essas ações renderam incríveis dividendos de 22%. É claro que esses retornos estavam associados a riscos gigantescos: os perigos ligados ao comércio de longa distância e a incerteza em relação à nova forma de sociedade em si. Inicialmente, os acionistas poderiam tanto reinvestir em viagens futuras quanto receber os dividendos distribuídos. Se ficassem insatisfeitos, poderiam exigir seu capital social de volta e retirar-se da sociedade. Por volta de 1609, no entanto, os diretores da VOC decidiram que as ações não seriam reembolsáveis. Então, desenvolveu-se um forte mercado paralelo para negociar as ações, já que havia mais de mil acionistas somente em Amsterdã. Em 1607, $\frac{1}{3}$ das ações originais havia mudado de mãos. Embora o plano original previsse a liquidação de suas ações em 10 anos, a companhia só foi formalmente dissolvida em 1796.

Primeiras Bolhas Especulativas

Uma bolha, no dicionário financeiro, é uma palavra que pode nos confundir e que se refere ao rápido aumento do preço de um ativo que não pode ser explicado por meio de fatores fundamentais. (Falaremos mais sobre as bolhas posteriormente neste livro.) Acredita-se que uma das primeiras bolhas espe-

culativas surgiu na Holanda, no século XVII. Ela ganhou fama ao ser citada em um livro do século XIX e foi questionada no fim do século XX: a infame bolha das tulipas. A tulipa era, inicialmente, uma flor originária do Oriente Médio e que se tornou extremamente popular nos jardins holandeses. Antes da década de 1630, os bulbos de tulipas eram comercializados fisicamente entre os produtores no verão, quando podiam ser retirados do solo.²³ Posteriormente, os floristas começaram a comprar e vender bulbos ainda no solo, usando notas promissórias. Em virtude da defasagem entre a compra e a venda dessas notas e a entrega real, meses depois, surgiram especuladores que, com frequência, encontravam-se altamente endividados.

De acordo com Charles Mackay, em seu clássico de 1841 *Ilusões Populares e a Loucura das Massas*,²⁴ em 1637, quando a febre das tulipas, ou tulipomania, estava em seu auge, 12 acres de terra foram oferecidos por um bulbo de uma tulipa rara, a *Semper Augustus*. Mackay relata a anedota de um marinheiro que comeu um bulbo de uma tulipa rara por engano, ao pensar ser uma cebola. Na época, esse bulbo valia o custo de alimentar a tripulação de um navio inteiro por um ano. No entanto, de acordo com Mackay, em fevereiro de 1637, o mercado secou; os comerciantes não conseguiram mais encontrar compradores, e os preços despencaram. Robert Shiller, ao relatar a mania em nosso tempo, disse que “os holandeses se referiam a isso como um ‘windhandel’, que, traduzido literalmente, significa ‘comércio de vento’. O que eles queriam dizer é que os preços dessas tulipas eram como o vento; não havia tulipa nenhuma. Então, era apenas ar”.²⁵

No entanto, pesquisas mais recentes de Peter Garber desmascararam vários dos mitos sobre a febre das tulipas.²⁶ Muitos dos preços citados baseavam-se em contratos futuros, que eram ilegais na época e, portanto, inexecutáveis. Os compradores pagaram adiantado apenas uma fração do preço do contrato. Muitas das supostas ofertas por bulbos raros podem ser atribuídas a panfletos moralistas distribuídos na época, baseando seus exemplos em quanto custaria entrar em um contrato futuro no auge da especulação, em vez de mostrar ofertas reais. Houve, também, razões básicas para os aumentos dos preços iniciais, uma vez que se tornou moda na França as mulheres exibirem tulipas frescas na parte de cima de seus vestidos. Não há evidências de uma grande entrada de

dinheiro estrangeiro ou de empréstimos especulativos. Da mesma forma, não há dados confiáveis sobre os valores logo após a suposta queda no preço de bulbos de tulipas raras. A história ulterior sugere que é natural que o preço desses bulbos tenha diminuído drasticamente ao longo do tempo. A observação de Garber sobre “a implausibilidade de um empresário holandês deixar um bulbo de grandioso valor ao alcance de um marinheiro grosseiro para que ele possa comê-lo no almoço” parece ter sido o produto da narrativa de Mackay sobre a história.²⁷ Curiosamente, Garber observa uma rápida ascensão e uma queda repentina no número de bulbos de tulipas comuns e genéricos — os quais não fazem parte da tradição das tulipas — que ele não consegue explicar.

Outra bolha de ações que está entre as primeiras de que se tem conhecimento ficará para sempre associada a uma das figuras mais coloridas, inovadoras e controversas da história dos investimentos, o escocês John Law, nascido em 1671.²⁸ O pai de John, William, era um ourives que teve sucesso ao migrar para o negócio de agiotagem. Em 1683, pouco antes de sua morte, ele comprou uma propriedade ao norte de Edimburgo, que ficaria de herança para seu filho mais velho, John. A segunda esposa de William, Jean Campbell, foi designada como a principal guardiã de John. A mãe e o filho brigaram e, aos 16 anos, John saiu de casa (ou talvez tenha sido expulso). Ele processou a mãe no tribunal por ausência de suporte. Em seu depoimento, Jean reclamou de John sair tarde da noite para jogar. O caso acabou sendo resolvido fora do tribunal, e John Law, aparentemente, usou parte do dinheiro para saldar suas dívidas de jogo.

Aos 23 anos, Law matou um homem em um duelo na Bloomsbury Square e foi condenado à morte, mas as autoridades inglesas providenciaram sua fuga da prisão. Ele viajou para o continente e usou suas habilidades matemáticas para se tornar um agente de apostas. Ao mesmo tempo, ele escreveu ensaios sobre inovação monetária. Ele apresentou muitas propostas às autoridades francesas, a fim de estabelecer um banco na França. Depois que o rei Luís XIV morreu, em 1715, e a França ficou em estado de falência, Law foi nomeado controlador geral das finanças pelo jovem regente do rei Luís XV, o Duque de Orleães.

Law, como amigo do regente francês, conseguiu estabelecer um banco autorizado a emitir moeda fiduciária, ou notas de papel, de curso legal, o primeiro uso em escala real da moeda fiduciária na Europa. Law também criou a

Mississippi Company, para aumentar o domínio do território francês ao longo do rio Mississippi, na América do Norte. Mais tarde, ele recebeu um monopólio de 25 anos sobre o comércio da Colônia, bem como sobre o comércio de pele de castor no Canadá, e a capacidade de coletar impostos franceses em troca de assumir a dívida pública da França como parte de um sistema ou, como alguns mais tarde argumentaram, parte de um esquema. Esse sistema tinha muitos elementos dinâmicos, mas, basicamente, envolvia a conversão da dívida do governo em ações.²⁹ Law permitia que o público investisse na empresa, mas também tinha um incentivo de maximizar o preço, a fim de levar os devedores a converter sua dívida em ações, ajudando, assim, a criar um burburinho em torno do valor da ação. A Mississippi Company cresceu, também, por meio de fusões e aquisições.

Em 1719, sucedeu-se um frenesi especulativo nas ações da Mississippi Company na França. Na terminologia atual, o múltiplo preço-lucro (P/L) alvo estava em torno de 45, quase 3 vezes maior do que aquilo que, hoje, seria considerado um múltiplo P/L típico. Em 1720, no entanto, quando os lucros esperados demoraram a se materializar, o preço das ações despencou. Law foi forçado a fugir do país e foi morar em Veneza, onde continuou a jogar e a negociar quadros de arte.

Uma bolha paralela estava acontecendo na Inglaterra por volta da mesma época.³⁰ A South Sea Company era uma sociedade anônima, fundada na Inglaterra em 1711. A empresa detinha os direitos de monopólio comercial de grande parte da América do Sul, embora Espanha e Portugal tivessem impérios bem estabelecidos por lá. Contudo, a importância desse comércio era reduzida, uma vez que foi estabelecido para ajudar o governo a organizar sua dívida (bem como a da Mississippi Company), que estava incorrendo em altas taxas de empréstimos após quase 20 anos de altos gastos com a guerra. Em 1719, a South Sea Company apresentou um esquema abrangente ao Parlamento para oferecer o próprio patrimônio aos credores públicos em troca de seus ativos (semelhantes aos títulos públicos que eles tinham). A proposta ao Parlamento, acompanhada de um considerável suborno, foi bem-sucedida. A empresa conseguiu iludir credores públicos com o aumento do preço das ações e prazos de compra estendidos. No início de 1720, o preço das ações era de £130, mas, em

junho, havia aumentado para quase £1.000. No entanto, a confiança nas ações diminuiu à medida que as perspectivas futuras da South Sea Company foram questionadas e, em outubro, o preço delas havia caído para cerca de £200.

O aumento dos preços por si só não indica a existência de uma bolha. Eles podem refletir oportunidades cada vez mais lucrativas. Será que o rápido aumento do preço das ações e o subsequente colapso da Mississippi Company e da South Sea Company foram realmente bolhas? Mais uma vez, Garber contesta essa classificação, assim como o historiador François Velde.³¹ De acordo com Garber, Law tinha um plano para revitalizar a economia francesa por meio de inovações e reformas financeiras. À medida que ele ganhava mais poder, suas chances de sucesso econômico aumentavam. A queda no preço das ações da Mississippi Company coincidiu com a ascensão de seus inimigos, os quais estavam decididos a dismantelar a empresa. Velde compara o nome desse episódio, a Bolha do Mississippi, com o nome dado em francês, *le système de Law* [o sistema de Law, em tradução livre]. Velde observa que a bolha especulativa não surgiu espontaneamente, mas fazia parte do sistema de Law; era “um grande projeto”,³² de acordo com o historiador Antoin Murphy. Ao contrário de outras bolhas especulativas, ela tinha apenas uma ação. Velde enfatiza que os preços das ações não eram preços de mercado como os consideramos atualmente; os valores dos preços foram influenciados (ou manipulados) por Law. A verdadeira questão é se o colapso nos preços revelou seu verdadeiro valor. Velde conclui que, em seu ponto mais alto, o preço atrelado por Law era, provavelmente, de duas a três vezes maior, implicando uma supervalorização não por um “mercado frenético e irracional, mas pelo próprio Law”.³³

Na Grã-Bretanha, as ações da South Sea Company caíram junto com muitas outras ações, incluindo as daquelas conhecidas como empresas de bolha, cujo número talvez tenha chegado a 190 e que se formaram entre 1719 e 1720. Essa queda também ocorreu em 18 de agosto de 1720, quando começou a ser aplicada a Bubble Act, uma lei que havia sido aprovada pelo Parlamento em junho do mesmo ano, a fim de proibir a formação de empresas não autorizadas. Como muitas ações foram compradas na margem, com apenas uma pequena entrada, as quedas de preço forçaram a liquidação por parte de muitos

vendedores, que foram obrigados a aumentar a margem, agravando a pressão no sentido de baixa sobre as ações.

De acordo com Garber, uma linha comum entre essas três primeiras bolhas especulativas foi a existência de razões fundamentais pelas quais os preços deveriam ter subido. Mesmo nos dias de hoje, muitas empresas têm modelos de negócios promissores que não dão certo, mas isso não significa que seus investidores, necessariamente, agiram de forma irracional. Continuaremos o debate sobre as bolhas mais adiante neste livro.³⁴

Primeira Diversificação

Embora a Teoria Moderna do Portfólio não tenha surgido até meados do século XX, os benefícios da diversificação parecem ter sido alcançados no fim do século XVIII. Tudo começou na França com o ministro das finanças de Luís XVI, que queria permitir que os franceses participassem da Guerra da Independência norte-americana sem onerar os contribuintes franceses. Assim, o ministro organizou um grande número de empréstimos de investidores privados. O reembolso desses empréstimos era na forma de anuidades vitalícias, com um pequeno porém: o credor poderia determinar a pessoa em vida à qual a anuidade seria emitida. Contanto que esta permanecesse viva, o credor receberia um pagamento anual. Prevvia-se que o credor deveria apresentar essa pessoa diante das autoridades francesas duas vezes ao ano, a fim de provar que ela ainda estava viva. Embora hoje pareça óbvio que uma anuidade baseada em uma pessoa mais jovem seria mais valiosa e, portanto, mais cara, por volta de 1757, o governo francês abandonou a classificação por idade e voltou a aplicar o preço fixo para todas as anuidades. Inicialmente, isso teve pouco impacto, porque a maioria dos compradores dessas anuidades eram adultos que as compravam com base nas suas vidas ou na vida de seus cônjuges ou empregados. Entretanto, não demorou muito para que alguns banqueiros suíços espertos descobrissem como manipular esse sistema.

Assim, em 1771, nasceu um esquema de investimento conhecido como “Trente demoiselles de Geneve”. Ele envolveu diversos bancos de Genebra, que desenvolveram fundos de investimento que representavam conjuntos de anuidades vitalícias emitidas pelo governo francês. Os bancos criaram uma lista de

meninas de Genebra cuidadosamente selecionadas, geralmente com idades entre 5 e 10 anos, que, após terem sobrevivido à varíola, foram nomeadas como as vidas contingentes. A maioria dos conjuntos de anuidade envolvia 30 meninas, daí o nome “Trente demoiselles” [trinta jovens solteiras, em tradução livre]. As meninas, também conhecidas como “as imortais”, tornaram-se famosas em suas comunidades, afinal suas vidas envolviam uma grande riqueza. Genebreses de todas as esferas da vida investiram nesse esquema, e cerca de 90% da riqueza de Genebra foi investida em tais anuidades, que também atraíam dinheiro do exterior. Os bancos revenderam frações desses conjuntos para investidores individuais, tal como aconteceu com a moderna securitização de hipotecas, uma das principais causas da crise financeira de 2007–2009. Tudo corria bem até a inesperada falência do tesouro francês, quando os pagamentos das anuidades diminuíram e milhares de investidores perderam dinheiro.

Quando pensamos em um título diversificado hoje, geralmente pensamos em um fundo mútuo. Na verdade, o primeiro fundo mútuo, o Eendragt Maakt Magt, foi criado há séculos, em 1774, por um corretor de Amsterdã chamado Abraham van Ketwich. Os fundos foram investidos em títulos públicos estrangeiros, títulos de bancos e empréstimos para plantações na Índia Ocidental. O fundo prometia dividendos de 4%, com liquidação planejada e retorno de proventos após 25 anos. A oferta para 2 mil investidores se esgotou, e um mercado secundário se desenvolveu para quem desejava vender sua subscrição. Esse meio de investimento era semelhante aos contemporâneos fundos mútuos fechados. Como um fundo moderno, um dos artigos do prospecto listava as categorias de investimentos potenciais. Os artigos também especificavam que o fundo precisava ser diversificado constantemente, com 20 classes de investimentos, cada uma contendo, pelo menos, de 20 a 25 títulos.

Após seu sucesso inicial, em 1779, van Ketwich apresentou um segundo fundo mútuo, denominado Concordia Res Parvae Crescunt.³⁵ Embora fosse similar ao primeiro, uma grande diferença desse fundo era o fato de sua política de investimento ser mais liberal, apenas especificando que o fundo deveria investir em “títulos sólidos, e aqueles baseados na queda de preços mereceriam especulação e poderiam ser adquiridos abaixo de seu valor real (...), dos quais todos têm motivos para esperar lucros consideráveis”. Essa es-