

Elogios a *Os Primeiros Investimentos de Buffett*

“Kate Sanborn disse que ‘a genialidade é 1% de inspiração e 99% de transpiração’. Embora o título de ‘Oráculo de Omaha’ possa evocar a imagem de Warren Buffett como sendo onisciente, ele é humano como todos nós. Sua verdadeira genialidade é a notável quantidade de trabalho árduo que dedicou para se tornar o investidor que é, bem como a serenidade que deixaria Spock com inveja. No excelente *Os Primeiros Investimentos de Buffett*, Brett Gardner faz um trabalho magistral, ao mostrar como era feita a salsicha. Conheci Brett em 2011, depois de ler em um blog a análise que ele escreveu sobre uma empresa, e fiquei imediatamente impressionado com sua mente extremamente curiosa e seu amor pelos detalhes. Essas características o tornaram uma pessoa fantástica para escrever este livro. *Os Primeiros Investimentos de Buffett* é voltado para o investidor do investidor, pois tenta reconstruir o verdadeiro trabalho analítico realizado por Buffett em alguns dos seus investimentos, durante os anos de formação. É uma leitura atraente para qualquer pessoa que queira entender melhor Warren Buffett, o investidor de fato.”

— Jonathan Bloom, presidente da Golden Mean Partnership LLC

“O que poderia ser mais importante para os estudantes de Warren Buffett do que entender os primeiros anos de sua carreira, durante os quais ele desenvolveu sua estratégia e aprendeu lições inestimáveis? Brett investiga os fundamentos da carreira de Buffett com notável profundidade.”

— Frederik Gieschen, autor da newsletter *The Alchemy of Money*, Substack

“A curiosidade intelectual e a proeza analítica de Brett ficam plenamente demonstradas nesta exploração dos anos seminais de Warren Buffett. Ele canaliza seu Warren interior e dá vida aos primeiros dias do icônico estilo de investimento em valor, do qual Buffett se tornou sinônimo.”

— Vincent Aita, Ph.D., diretor de investimentos e sócio-gerente da
Cutter Capital Management, LP

Amostra

In the absence of a contrary action, the Management proposes that under the Plan of Reorganization, the following directors will be cast for or among Messrs. Patrick H. Burke, Perceval E. Jackson and Marshall Stecker in such manner as to assure the election of the greatest number of them for the term of years expiring in 1956.

If any of these nominees should decline or be unable to act as a Director, the Board may be voted in its discretionary authority.

None of said nominees for Director has been or is proposed to be elected in return to an arrangement of understanding between the Management and any other person or persons, or in the Director's capacity as an Officer of the Company acting solely in the public interest.

INFORMATION CONCERNING NOMINEES FOR ELECTION AS DIRECTORS

Name	Principal Occupation	Approximate Amount of Securities Beneficially Owned Directly or Indirectly as of February 2, 1952
Patrick H. Burke	Attorney at Law, Shenandoah, Pa.	5
Perceval E. Jackson	Attorney at Law, New York, N. Y.	2500
Marshall Stecker	President of the Mount Carmel Water Company, Mount Carmel, Pa.	1000

OS PRIMEIROS INVESTIMENTOS DE Buffett

The following tabulation shows, for the year ended December 31, 1952, information as to the aggregate remuneration directly or indirectly paid or set aside by the Company and its subsidiaries, for services rendered by any Director, Officer or person in any capacity, for the year ended December 31, 1952.

Uma nova investigação sobre as décadas em
que Warren Buffett obteve os melhores retornos

Brett Gardner



ALTA BOOKS

GRUPO EDITORIAL

Rio de Janeiro, 2025

Os Primeiros Investimentos de Buffett

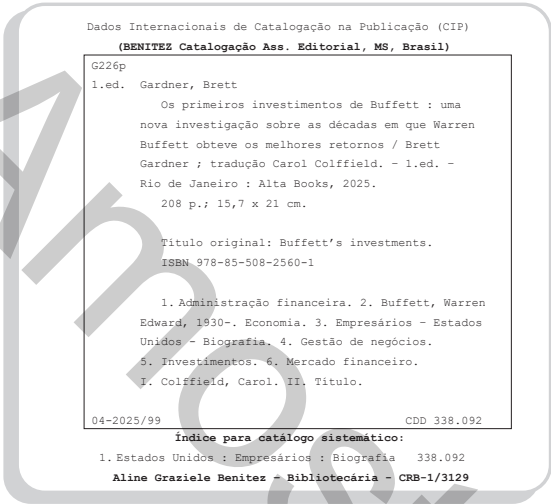
Copyright © 2025 STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Copyright © 2024 BRETT GARDNER

ISBN: 978-85-508-2560-1

Translated from original Buffett's Early Investments. Copyright © 2024 by Brett Gardner. ISBN 9781804090572. Originally published in 2024 by Harriman House Ltd. PORTUGUESE language edition published by Starlin Alta Editora e Consultoria Ltda., Copyright © 2025 by Starlin Alta Editora e Consultoria Ltda.

Impresso no Brasil – 1ª Edição, 2025 – Edição revisada conforme o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 2009.



Todos os direitos estão reservados e protegidos por Lei. Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida. A violação dos Direitos Autorais é crime estabelecido na Lei nº 9.610/98 e com punição de acordo com o artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta obra fora formulado exclusivamente pelo(s) autor(es).

Marcas Registradas: Todos os termos mencionados e reconhecidos como Marca Registrada e/ou Comercial são de responsabilidade de seus proprietários. A editora informa não estar associada a nenhum produto e/ou fornecedor apresentado no livro.

Material de apoio e erratas: Se parte integrante da obra e/ou por real necessidade, no site da editora o leitor encontrará os materiais de apoio (download), errata e/ou quaisquer outros conteúdos aplicáveis à obra. Acesse o site www.altabooks.com.br e procure pelo título do livro desejado para ter acesso ao conteúdo.

Suporte Técnico: A obra é comercializada na forma em que está, sem direito a suporte técnico ou orientação pessoal/exclusiva ao leitor.

A editora não se responsabiliza pela manutenção, atualização e idioma dos sites, programas, materiais complementares ou similares referidos pelos autores nesta obra.

Produção Editorial: Grupo Editorial Alta Books
Diretor Editorial: Anderson Vieira
Vendas Governamentais: Cristiane Mutùs
Gerência Comercial: Claudio Lima

Produtoras da Obra: Beatriz de Assis & Luana Maura
Tradução: Carol Colfield
Copidesque: João Guterres
Revisão: Denise Himpel
Diagramação: Joyce Matos
Revisão Técnica: Lucas Casonato (Professor de Economia da PUCPR)



Rua Viúva Cláudio, 291 – Bairro Industrial do Jacaré
CEP: 20.970-031 – Rio de Janeiro (RJ)
Tels.: (21) 3278-8069 / 3278-8419

www.altabooks.com.br – altabooks@altabooks.com.br

Ouvidoria: ouvidoria@altabooks.com.br



Sumário

Prefácio	vii
Introdução	xiii
Os Anos Pré-Parceria	1
Capítulo 1: Marshall-Wells: 1950	5
Capítulo 2: The Greif Bros. Cooperage Corporation: 1951	19
Capítulo 3: Cleveland Worsted Mills: 1952	31
Capítulo 4: Union Street Railway: 1954	41
Capítulo 5: Philadelphia and Reading: 1954	51
Os Anos da Parceria	65
Capítulo 6: British Columbia Power: 1962	69
Capítulo 7: American Express: 1964	79
Capítulo 8: Studebaker: 1965	113
Capítulo 9: Hochschild, Kohn & Co.: 1966	123
Capítulo 10: Walt Disney Productions: 1966	141
Conclusão	167
Agradecimentos	177
Notas	179

Amostra

Prefácio

Há pouco mais de um ano, Brett me contou que estava escrevendo um livro sobre os primeiros investimentos de Warren Buffett. Enviou-me uma primeira versão do livro, da qual gostei muito. Para os leitores que talvez estejam menos imersos no mundo das finanças, Buffett pode ser comparado à Beyoncé (máquinas de vento e tudo mais) do *investimento em valor*, ou investimento em valor. Sabemos que, quando Beyoncé encosta em uma música, essa música fica muito mais incrível. O mesmo ocorre quando Buffett — especialmente mais tarde em sua carreira — olha para uma empresa: ela se torna muito mais atraente. O “efeito halo” em torno da lenda Buffett, às vezes nos impede de compreender melhor o analista de investimentos Buffett.

Este livro procura ir além do halo e examinar um conjunto de investimentos de Buffett de forma detalhada, usando apenas as informações que estavam disponíveis para ele na época. Para quem pratica o *stock picking*, ou estratégia de seleção de ações, o livro oferece uma oportunidade de viajar no tempo, colocar-se no lugar de Buffett e avaliar essas oportunidades de investimento com os olhos dele. Podemos perguntar-nos: teríamos tomado as mesmas decisões que ele? Em caso afirmativo, dimensionaríamos os investimentos da mesma forma? Teríamos vendido os investimentos quando ele o fez? Se as nossas decisões fossem diferentes das dele, qual seria a razão? Dessa maneira, os estudos de caso podem nos ajudar não apenas a entender quem era Buffett como investidor na época em que tomou essas decisões de investimento, mas também quem somos nós como investidores hoje, no estágio atual da nossa própria evolução em termos de investimentos.

Como é típico de Brett, ele estava menos interessado em estudar os investimentos posteriores de Buffett, de maior visibilidade, porque acreditava que eles já haviam sido amplamente tratados e estavam bem documentados. O que queria saber, de fato, era como Buffett agia no início da carreira, quando ainda estava aperfeiçoando sua arte e desenvolvendo seus modelos mentais. Podemos visualizar os pontos ligando-se na sua cabeça a cada investimento subsequente. Isso exigiu de Brett muita pesquisa primária. Não poderia apenas perguntar ao

ChatGPT quantos passageiros a Union Street Railway tinha em 1944 (poderia, mas não conseguiria uma resposta). A pesquisa de Brett para o livro envolveu, entre outras coisas, horas de exame de cópias de jornais, revistas, manuais e relatórios anuais em várias bibliotecas, para reconstruir cuidadosamente as informações que estavam disponíveis para Buffett na época de cada investimento descrito neste livro. O esforço de Brett foi um verdadeiro trabalho de amor.

O resultado fala por si. Este é um livro para investidores que querem ir além. Ele contém uma vasta coleção de relatos históricos sobre um conjunto bastante eclético de empresas, que vão de atacadistas de materiais de construção a tanoarias, e de suas lideranças, sob todos os ângulos.

Podemos “ver” o jovem Buffett interagindo com as empresas de sua carteira e lidando com os problemas de algumas delas. À luz das sensibilidades atuais, os problemas de governança corporativa com os quais ele se deparava podem se assemelhar a uma Disneylândia em um dia melancólico e chuvoso. Aprendemos, mais uma vez, que os maiores feitos só são reconhecidos como grandes em retrospectiva. Tendemos a olhar para o passado com lentes cor-de-rosa, em especial quando tudo deu certo *a posteriori*. *A priori*, todo investimento envolve fatores que podem dar errado, e quando ele é oferecido a um preço atrativo, em geral é porque apresenta algum tipo de “defeito” ou risco que já se tornou evidente. O desafio para qualquer investidor é avaliar se vale a pena assumir o “defeito” e os riscos do investimento por esse preço, mesmo diante da insegurança e apreensão. A esse respeito, os capítulos sobre a American Express e a Disney são particularmente interessantes, sobretudo para aqueles que não estão familiarizados com suas histórias.

Talvez o capítulo mais esclarecedor para mim tenha sido o da Philadelphia and Reading. Podemos quase ver a linha reta entre a Philadelphia and Reading e a Berkshire Hathaway. Muitas vezes, me perguntei como Buffett chega às suas ideias criativas e inovadoras, desde a aquisição de uma fábrica têxtil e sua transformação em um veículo de capital permanente com eficiência fiscal, até a gestão dos ativos dos balanços patrimoniais de uma seguradora, de forma tão distinta do restante do setor de seguros. Ao estudarmos a Philadelphia and Reading, talvez tenhamos um vislumbre do que foi a fonte de inspiração da Berkshire Hathaway de Buffett.

Também me agrada o foco de Brett nos balanços patrimoniais e nas métricas operacionais selecionadas das empresas discutidas ao longo da obra. Esses dados são indispensáveis para a análise de títulos, mas, às vezes, são ignorados em favor das narrativas. Na atual era do dinheiro quase gratuito (até recentemente), vários dos estudos de caso apresentados servem como lembretes

oportunos de que analisar o lado direito dos balanços pode ser importante. Por exemplo, a estrutura de ações de duas classes da Greif afetou a relação risco-retorno do investimento de Buffett. Da mesma forma, compreender as possíveis reivindicações de debêntures conversíveis da British Columbia Electric foi relevante para avaliar o risco-retorno do investimento de Buffett na British Columbia Power.

Finalmente, para aqueles de nós que seguimos os passos intimidadores de Buffett, é reconfortante ver que, quando jovem, cometeu erros, como os exemplos da Cleveland Worsted Mills e da Hochschild Kohn. No entanto, em cada um deles, o risco de comprometimento permanente de capital em casos de perda foi limitado pela considerável margem de segurança oferecida a Buffett pelo preço que ele pagou. Essa calibração é importante. A mesma empresa (com todas as oportunidades e riscos que a acompanham) pode ser um ótimo investimento a um preço baixo, um investimento medíocre a um preço mais alto e um péssimo investimento a um preço ainda mais alto.

Quando Brett ainda estava trabalhando neste livro, apresentei-o a Peter Kaufman, presidente e CEO da Glenair e editor do *Poor Charlie's Almanack*. Peter foi extremamente gentil: convidou Brett para visitá-lo em Glendale, Califórnia, e depois, para se reunir com o falecido parceiro de negócios de Buffett, Charlie Munger, na casa deste, dois meses antes de sua morte.

Como aponta Brett, Buffett e Munger tendem a funcionar como uma “mancha de tinta de Rorschach” sobre a qual os investidores projetam seus próprios preconceitos e predileções de investimento, dando-lhes credibilidade imediata. Por exemplo, a influência de Charlie sobre Buffett para que ele comprasse empresas excelentes a preços justos foi, ao longo dos anos, reinterpretada por muitos investidores para justificar o pagamento de preços absurdos por boas empresas, o que resultou em retornos ruins sobre esses investimentos. Com o passar do tempo, à medida que muito capital começou a perseguir poucas empresas boas, a definição de “qualidade” mudou, fazendo com que os investidores despejassem quantias absurdas de dinheiro em empresas surpreendentemente ruins, com uma economia unitária estruturalmente problemática, disfarçadas de “empresas de alta qualidade”. Camisas de força intelectuais, que podem ser criadas por dogmas de investimento. É claro que Buffett e Munger não participaram da escalada da insanidade. Pelo contrário, continuaram a ser raras vozes de bom senso em nossa recente era de irracionalidade financeira épica.

Conheci Buffett há mais de duas décadas, e essa descoberta mudou o rumo da minha carreira. Há 14 anos, fundei o Discerene Group LP, uma parceria de investimento privado, que opera globalmente, seguindo uma filosofia de

investimento em valor fundamental, contrária e de longo prazo. Mesmo ao pintarmos o próprio quadro, continuamos a nos apoiar nos ombros de Buffett, assim como ele se apoiou nos de Ben Graham, Phil Fisher e outros. Nossa estrutura incomum de parceria nos permite investir de forma geracional nas empresas de nosso portfólio. Não vemos o capital como algo fungível; as *pessoas* por trás dele e os relacionamentos que construímos com elas são fundamentais para o nosso DNA. Esperamos comemorar nosso 50º aniversário com uma sala cheia de septuagenários, octogenários e nonagenários, que nos acompanharam ao longo de nossa trajetória de investimentos. Gostaríamos muito de poder dizer: “Vejam o que conquistamos juntos! Vejam o que aprendemos! Vejam como foi divertido, lucrativo e proveitoso!”

Conheci Brett Gardner em 2011, quando ele ainda estava na St. John’s University, cerca de um ano após a fundação da Discerene. Um membro da nossa equipe leu um blog que Brett havia escrito sobre uma empresa desconhecida que estávamos analisando e achou que a pesquisa era interessante e original. Presumimos que ele devia ser analista em outra empresa e ficamos surpresos ao descobrir que ainda estava na faculdade, fazendo todo esse trabalho de sua residência estudantil. Quando perguntou se poderia estagiar conosco, não foi difícil dizer sim. Algo que ficou marcado na nossa memória foi que sua principal pesquisa sobre uma empresa de serviços funerários incluía obter fotos dos cemitérios, dos locais de sepultamento e dos caixões tiradas por guardas noturnos. Ainda temos essas fotos e esperamos exibi-las em nossa festa de 50º aniversário.

Depois da faculdade, Brett aprimorou suas habilidades de pesquisa e investimento em várias outras empresas especializadas. Mantivemos contato ao longo dos anos, e foi um grande prazer vê-lo firmar-se como profissional. Apesar disso, Brett preservou o brilho que o definia no começo, bem como a qualidade peculiar que caracteriza muitas pessoas com habilidade excepcional de pensar de forma independente. Ele continua sendo o capitão inquieto, intrépido e questionador do próprio navio, conduzindo sua jornada pessoal de investimentos.

Brett também procurou minha orientação sobre oportunidades profissionais a serem exploradas quando terminasse o livro. Por coincidência, estávamos contratando, e ele expressou interesse em integrar a equipe. Mais uma vez, não foi difícil dizer sim. Assim, 12 anos após seu estágio, Brett retornou à Discerene como analista de investimentos, em abril de 2024. Em uma empresa conhecida por seus rituais de recrutamento robustos, rigorosos e focados na resolução de problemas, seu retorno, após tantos anos, pode representar um marco memorável e significativo.

Charlie Munger disse muitas coisas memoráveis, mas minha citação favorita de sua autoria é esta singela: “A melhor coisa que um ser humano pode fazer é ajudar outro ser humano a saber mais”. Com este livro, acredito que Brett conseguiu cumprir o objetivo, ajudando-nos a saber mais sobre aquele que, talvez, seja o investidor mais estudado do mundo, e de uma forma divertida e acessível. Um feito e tanto.

Buffett se recusou a ser entrevistado para este livro, o que é uma pena, porque — como você deve ter adivinhado — é muito fácil dizer sim a Brett. No entanto, ele enviou uma gentil mensagem, dizendo que esse era o tipo de projeto que teria gostado de fazer, se fosse muito mais jovem. Eu poderia dizer o mesmo, e por isso fico feliz que Brett tenha se dedicado a um projeto tão apaixonante no auge de sua juventude. Espero que *Os Primeiros Investimentos de Buffett* resistam ao teste do tempo e se tornem um acréscimo importante à ambiciosa antologia sobre Buffett. Cabe a você julgar!

*Soo Chuen Tan, presidente do Discerene Group
Stamford, CT, maio 2024*

Amostra

Introdução

“Ele encontrava algo sendo vendido por um quarto do valor de liquidação e comprava tudo. Então, durante um longo período, tinha um campo de caça ideal: tudo o que precisava fazer era examinar as listas de títulos líquidos e adquiri-los aos poucos, aproveitando oportunidades incríveis.”

— *Charlie Munger*¹

Charlie Munger simplifica de maneira exagerada o sucesso inicial de Warren Buffett na citação acima. Sim, é verdade que o jovem Buffett costumava se lançar sobre as ações negociadas a preços extremamente baixos. Mas Munger, a quem Buffett chama de “O Arquiteto da Berkshire Hathaway”, consegue fazer com que tudo pareça muito mais fácil do que na realidade foi.² A ideia de que Buffett apenas folheava o *Moody's Manual* ou os volumes *Standard & Poor's Stock Guides* e descobria oportunidades de negócios, dá a impressão de que qualquer investidor contemporâneo poderia ter feito o mesmo e acumulado uma fortuna.

A verdade é muito mais interessante. Benjamin Graham, mentor de Buffett e pai do *investimento em valor*, obteve resultados como investidor muito inferiores aos do seu dedicado aluno. Graham escreveu *O Investidor Inteligente*, foi coautor de *Security Analysis* [título não publicado no Brasil], deu aulas sobre investimentos e administrou vários veículos de investimento ao longo de sua carreira. Buffett adorava seu professor, afirmando que *O Investidor Inteligente* era, “de longe, o melhor livro sobre investimentos já escrito”. Para ele, descobrir Graham foi “quase como ter encontrado um deus”.³ Sem dúvida, Graham foi a influência fundamental na filosofia de investimentos de Buffett.

Contudo, como mencionamos, Graham não se saiu tão bem quanto seu aluno. Uma das principais táticas que utilizava era comprar ações cotadas abaixo do valor líquido dos ativos circulantes, um indicador do valor de liquidação. Esses investimentos, conhecidos como *net-nets*, na teoria valiam mais enquanto ativos em operação do que em liquidação: vender todos os ativos e pagar

todas as obrigações resultaria em um lucro maior do que aquele pelo qual a empresa estava sendo vendida no mercado de ações. Embora tanto Buffett quanto Graham tenham usado esse sistema para selecionar títulos, a simples escolha de ações baratas negociadas abaixo do valor de liquidação não foi o fator determinante para o desempenho inicial de Buffett. Se fosse, Graham teria alcançado um nível de sucesso comparável ao de seu protegido, apenas comprando *net-nets*.

De fato, Graham não conseguiu superar os índices do mercado de ações por longos períodos durante sua carreira. A Ben Graham Joint Account, que operou de 1925 a 1935, obteve um retorno de cerca de 6%, em comparação com os 5,8% do S&P 500, um desempenho bem aquém do excepcional. O fundo de investimentos mais famoso de Graham, a Graham-Newman Corp., rendeu, aproximadamente, 14,7% ao ano, entre 1936 e 1956, em comparação com os 12,2% registrados pelo mercado de ações. No entanto, a Graham-Newman teve um desempenho inferior ao do mercado durante a maior parte de sua existência, apresentando um retorno de 15,5% entre 1945 e 1956, em comparação com os 18,3% do S&P 500.ⁱ Embora Graham tenha obtido bons retornos, houve longos períodos em que o mercado superou seus resultados.⁴

Em comparação com o seu professor, Buffett ultrapassou o mercado durante seus “anos de parceria”. Esse período teve início com a formação da Buffett Associates, Ltd. em 5 de maio de 1956 — a primeira de uma série de parcerias que o jovem investidor criou antes de fundi-las na Buffett Partnership, Ltd. em 1962.⁵ Foi nesses anos de parceria que Buffett começou a consolidar seu histórico de investimentos profissionais. Como mostra a Tabela 1, a parceria apresentou resultados surpreendentes. Ela obteve um retorno de 29,5% ao ano entre 1957 e 1969, comparado aos 7,4% do Dow Jones. Cada dólar investido na parceria no início de 1957 transformou-se em US\$28,94 ao final de 1969, contra apenas US\$2,52 do Dow no mesmo período. Em outras palavras, Buffett derrotou o mercado de uma forma que Graham simplesmente não conseguiu igualar.

i Os seguidores atentos de Graham observarão que isso exclui o investimento na GEICO, que a Graham-Newman foi forçada a distribuir aos acionistas, pois as regras da SEC proibiam que as empresas de investimento detivessem mais de 10% de uma seguradora.

Tabela 1: Resultados da Parceria

Ano	Resultados Totais do Dow Jones	Resultados da Parceria	Resultados de Sócios Limitados
1957	-8,4%	10,4%	9,3%
1958	38,5%	40,9%	32,2%
1959	20,0%	25,9%	20,9%
1960	-6,2%	22,8%	18,6%
1961	22,4%	45,9%	35,9%
1962	-7,6%	13,9%	11,9%
1963	20,6%	38,7%	30,5%
1964	18,7%	27,8%	22,3%
1965	14,2%	47,2%	36,9%
1966	-15,6%	20,4%	16,8%
1967	19,0%	35,9%	28,4%
1968	7,7%	58,8%	45,6%
1969	-11,6%	6,8%	6,6%

Em uma base acumulada ou composta:

Ano	Resultados Totais do Dow Jones	Resultados da Parceria	Resultados de Sócios Limitados
1957	-8,4%	10,4%	9,3%
1957-58	26,9%	55,6%	44,5%
1957-59	52,3%	95,9%	74,7%
1957-60	42,9%	140,6%	107,2%
1957-61	74,9%	251,0%	181,6%
1957-62	61,6%	299,8%	215,1%
1957-63	94,9%	454,5%	311,2%
1957-64	131,3%	608,7%	402,9%
1957-65	164,1%	943,2%	588,5%
1957-66	122,9%	1.156,0%	704,2%
1957-67	165,3%	1.606,9%	932,6%
1957-68	185,7%	2.610,6%	1.403,5%
1957-69	152,6%	2.794,9%	1.502,7%
Taxa Anual Composta	7,4%	29,5%	23,8%

Fonte: Warren Buffett, "The Superinvestors of Graham and Doddsville", *Hermes* (set.-nov. 1984).ⁱⁱ

ii O período 1957-1961 combina os resultados de todas as parcerias limitadas predecessoras em operação durante todo o ano.