

(SUNO)

RESENHA



livro

O JEITO WARREN BUFFETT DE INVESTIR

JEAN TOSETTO

SUNO RESEARCH

O jeito Warren Buffett de investir

Warren Buffett dedicou sua vida ao ato de fazer dinheiro – nisso, ninguém foi tão longevo e eficiente ao mesmo tempo. O comandante da Berkshire Hathaway também figura entre os maiores filantropos da humanidade: suas doações anuais para fundações de caridade são contadas na casa dos bilhões de dólares. Dono de uma personalidade ímpar, Buffett modelou suas estratégias de investimento ao longo de décadas, sintetizadas em livro por um de seus incontáveis seguidores.

Se existe algo em comum entre os gênios da humanidade é aquela satisfação com que os seres humanos comuns se referem a eles – pelo simples fato de terem vivido na mesma época. “Cresci ouvindo os Beatles no rádio”, o guitarrista pode afirmar. “Vi Pelé jogar no Pacaembu”, crava o veterano jornalista. “Li todos os artigos de Stephen Hawking ainda na faculdade”, comemora o cientista. “Assisti pela internet a uma reunião anual da Berkshire Hathaway com Warren Buffett”, celebra o investidor novato.

Se você já comprou pelo menos uma ação na bolsa de São Paulo, provavelmente sabe que Warren Buffett é incensado como o maior investidor de todos os tempos. Aos 90 anos de idade, ele ainda comanda a

empresa de tecelagem que comprou na década de 1960 e transformou num conglomerado. Esse conglomerado hoje coleciona participações substanciais em empresas de porte gigantesco, como Coca-Cola e Gillette, passando pelo controle de companhias de seguro e pela incorporação plena de negócios menores que, entre outras coisas, fabricam botinas, tijolos e carpete.

Em oito décadas de carreira – iniciada ainda aos 11 anos, fazendo anotações no quadro de uma corretora na qual já era colega de seu pai –, Buffett amalhou uma fortuna pessoal de mais de US\$ 86 bilhões. Apesar de escrever cartas anuais aos acionistas da Berkshire, o “Oráculo de Omaha” nunca publicou um livro de sua autoria. Coube a terceiros tentar redigir o que seria seu testamento em vida, relatando suas estratégias de investimentos para incontáveis seguidores.

Leia tudo sobre Buffett

Em termos biográficos, o livro mais notório sobre Warren Buffett é ***A bola de neve: Warren Buffett e o negócio da vida***¹, de Alice Schroeder – um tijolo de quase mil páginas que esmiúça a trajetória do investidor. Porém, quando o enfoque diz respeito ao modo com o qual Buffett lida com investimentos – seja em participações, seja em empresas inteiras –, o livro mais assertivo é ***O jeito Warren Buffett de investir: Os segredos do maior investidor do mundo***², de Robert G. Hagstrom.

¹ <<https://amzn.to/33jMVJg>>.

² <<https://amzn.to/2J9CEIG>>.

Discípulo de Buffett desde 1984, quando ingressou na Legg Mason Capital Management – para anos depois tornar-se vice-presidente sênior da empresa, além de gestor do Legg Mason Growth Trust –, Hagstrom se notabilizou como adepto intransigente do *value investing*, ou investimento em valor.

Ele também é autor de outros dois livros ainda não publicados no Brasil: *The Warren Buffett portfolio: Mastering the power of the focus investment strategy*³, *Investing: The last liberal art*⁴, bem como do curioso título *The NASCAR way: The business that drives the sport*⁵, sobre o negócio multimilionário que comanda a categoria de automobilismo mais popular dos Estados Unidos.

De Omaha para o panteão de Wall Street

No livro em questão, porém, Hagstrom apresenta Warren Buffett ao leitor como o maior investidor do mundo. Neto de um comerciante de Omaha e filho de um corretor da bolsa daquela cidade, Buffett ensaiou seus primeiros passos na carreira inspirado nessas duas figuras, desenvolvendo seu lado empreendedor ainda na pré-adolescência, a ponto de considerar desnecessário ingressar em uma faculdade – o que só fez por imposição da família.

³ <<https://amzn.to/3m6w1oN>>.

⁴ <<https://amzn.to/2J9J9ey>>.

⁵ <<https://amzn.to/365vBtB>>.

Buffett estudou Administração na University of Nebraska e, após ler *O investidor inteligente*⁶, de Benjamin Graham, matriculou-se na Columbia Business School para ficar perto de seu grande mentor. A empatia imediata entre eles rendeu um convite para o aluno trabalhar com o mestre na Graham-Newman Corporation até o encerramento das atividades da companhia. Isso ocorreu em 1956, quando Graham se aposentou.

De volta a Omaha, Warren reuniu o capital de familiares e amigos para começar uma sociedade limitada de investimentos, a Buffett Partnership. Nos 13 anos seguintes, o negócio cresceu a uma taxa anual de quase 30%, fazendo a reputação de seu criador aumentar na mesma proporção.

Em 1962, Buffett começou a comprar ações da **Berkshire Hathaway**, uma empresa têxtil decadente, embora tocada com austeridade. No ano seguinte, a Buffett Partnership fez aportes substanciais na American Express, uma empresa de ótimos fundamentos que passava por um momento difícil, de grande volatilidade em suas ações. O resultado foi um grande salto no patrimônio dos investidores da sociedade limitada: o preço das ações triplicou nos dois anos seguintes.

Em 1969, em vias de assumir a Berkshire, Buffett dissolveu sua *partnership*, recomendando que os antigos sócios migrassem seus recursos para o Sequoia Fund, a ser gerido por Bill Ruane, um colega da Columbia. Outros sócios acompanharam Buffett na aquisição de mais ações da Berkshire,

⁶ <<https://amzn.to/3nW3eE8>>.

configurando um novo rumo em sua trajetória. Afinal, a companhia deixou de lado o ramo da tecelagem para se tornar, ao longo das décadas seguintes, uma das maiores *holdings* do planeta.

Um gênio e seus quatro mentores

No entendimento de Hagstrom, o perfil de investimentos e o caráter singular de Warren Buffett foram moldados a partir da influência de quatro baluartes do investimento em valor: Benjamin Graham, Philip Fisher, John Burr Williams e Charlie Munger.

Benjamin Graham é considerado simplesmente o pai do *value investing*. Em plena maluquice dos anos de 1920, quando o mercado financeiro dos Estados Unidos se alavancava num mar de especulações – até culminar no *crash* da bolsa de Nova York, em 1929 –, Graham já se destacava por sua capacidade de analisar finanças. Graças ao seu emprego como professor na Columbia, ele pôde se manter lúcido no começo da década de 1930, enquanto refletia sobre um modo eficaz e replicável de investir nas ações das empresas, sem correr tantos riscos.

Antes de publicar o já citado clássico *O investidor inteligente* (1949), Graham escreveu, em parceria com o também professor David Dodd, *Security Analysis*⁷, lançado nos Estados Unidos em 1934 e ainda não publicado no Brasil. Nesses livros, temos as bases do investimento em

⁷ <<https://amzn.to/3fC1ahC>>.

valor, quais sejam: adotar a margem de segurança comprando ativos com preços descontados em relação aos seus valores intrínsecos.

De que forma isso poderia ser empregado? Observando os possíveis baixos múltiplos entre o preço de uma ação e seu respectivo lucro – a famosa relação P/L. Se, além disso, a ação está cotada a menos de dois terços do valor dos ativos líquidos da empresa, fica estabelecida uma janela de oportunidade para os aportes. Para tanto, vale considerar outra relação importante, que reflete o preço da ação sobre o valor patrimonial dela: o indicador P/VP (embora isso não fique claro no texto de Hagstrom).

Defendendo a disparidade entre especuladores e investidores, Graham também criou a figura do Senhor Mercado para representar os humores do conjunto de agentes que faz os preços das ações descolarem dos valores justos das empresas. Em dias de grande empolgação, o Senhor Mercado induz a massa a comprar ações supervalorizadas, ao passo que, em momentos de pânico, ele sopra nos ouvidos dos incautos para que eles vendam as ações com os preços lá embaixo. Para Graham, o investidor inteligente é aquele que controla as próprias emoções para contrariar o Senhor Mercado sempre que isso resulte em bons investimentos.

Sobre Graham e o *value investing*, Buffett cunhou a seguinte afirmação:

“As ideias básicas para o investimento são olhar para as ações como se fossem negócios, se aproveitar das flutuações do mercado e buscar uma margem de segurança. Isso foi o

que Ben Graham nos ensinou. Daqui a 100 anos elas ainda serão as pedras fundamentais do investimento.”

Philip Fisher, distintamente de Graham, não se limitava a estudar os números das empresas. Para ele, as companhias eram compostas de pessoas, então o caráter delas também tinha de ser levado em conta. Para Fisher, analisar a gestão de um negócio era tão importante quanto saber se este era lucrativo.

Fisher prestava consultoria sobre investimentos na década de 1930, quando os Estados Unidos atravessaram a Grande Depressão. Para ele, era fundamental visitar as empresas e entrevistar o maior número possível de seus colaboradores, fornecedores, clientes e até mesmo os concorrentes, visando a encontrar companhias que tivessem um potencial acima da média em função de gestores mais capacitados – e honestos.

O potencial acima da média, segundo Fisher, pode ser identificado pelas vendas crescentes ao longo dos anos, acompanhadas pelo aumento nas taxas de lucro das empresas. Para tanto, o controle das despesas também deve ser considerado. Por fim, o modo como os gestores se reportam aos acionistas, bem como a maneira como eles reagem aos eventuais reveses – se os escondem ou os enfrentam com transparência –, também deve ser interpretado.

Formado pela Harvard University em 1923, **John Burr Williams** pregava que, para alguém ser um bom investidor, também precisava ser um bom

economista. Antes de submeter sua tese de doutorado a uma banca, ele a publicou em forma de livro em 1938, tirando dinheiro do próprio bolso para pagar parte dos custos da gráfica. Assim nasceu mais um clássico da literatura sobre renda variável, *The Theory of Investment Value*⁸, que influenciou economistas respeitáveis, como Eugene Fama, Harry Markowitz e Franco Modigliani. Eles não devem ter se assustado com a sopa de símbolos algébricos e cálculos derivativos da obra, ainda não publicada no Brasil.

Abrindo um parêntese: você já observou a quantidade de livros importantes sobre o mercado financeiro que ainda não estão disponíveis em português? Eis a necessidade de dominar a língua inglesa: ter acesso a um universo maior de conhecimento sobre o que é desejável estudar. Voltando ao livro supracitado, Hagstrom o define nestes termos:

“A teoria de Williams, conhecida hoje como modelo do desconto de dividendos, ou análise do fluxo de caixa líquido descontado, proporciona uma forma de atribuir um valor para uma ação ou obrigação. Como acontece com muitas ideias importantes, sua teoria pode ser reduzida a um preceito muito simples: para saber quanto vale um título hoje, faça uma estimativa de todo o caixa que ele poderá gerar ao longo da vida e desconte esse total do valor

⁸ <<https://amzn.to/3nXZP7D>>.

presente. Essa é a metodologia básica que Warren Buffett utiliza para avaliar ações e empresas.”

Se reduzirmos a síntese de Hagstrom em uma só palavra, a teoria de John Burr Williams versa sobre o *valuation*. Sim, Buffett pratica o *valuation* tanto quanto defende o *value investing*: sabemos que cada analista contemporâneo tem premissas próprias para aplicar esse conceito em seus trabalhos.

O que os analistas atuais não têm, ao contrário de Buffett, é a possibilidade de contar com o parecer de **Charlie Munger** em suas pesquisas. Munger tem sido sócio e braço direito de Buffett na direção da Berkshire desde 1978, complementando uma amizade iniciada em 1959. Há um misto de temor e admiração ao escrever sobre o advogado e investidor Charlie Munger no presente, pois, nos estertores de 2020, ele conta com 96 anos de idade (seis a mais que Buffett), deixando claro que estas linhas ficarão datadas dentro de alguns anos (mas que sejam muitos).

Ainda na década de 1960, Munger e Buffett se consultavam mutuamente sobre suas decisões de investimento, em função de suas visões aproximadas sobre as estratégias de comprar empresas com desconto, perseguindo o mantra da margem de segurança.

Munger, porém, foi responsável por uma evolução na forma de Buffett abordar as empresas. Se para Graham bastava estudar os indicadores fundamentalistas para encontrar pechinchas na Bolsa – algo que Fisher

também fazia, mas somente após filtrar a qualidade da gestão dos negócios –, Munger convenceu Buffett de que valia a pena pagar um preço um pouco mais alto caso a companhia se revelasse altamente promissora, para então manter suas ações por prazo indeterminado, em linha com os preceitos do *buy and hold*.

Essa evolução lenta e gradual no pensamento de Buffett ficou registrada em uma de suas inúmeras frases espirituosas:

“É muito melhor comprar uma empresa espetacular a um preço moderado que uma empresa moderada a um preço espetacular.”

Da margem de segurança para o ramo dos seguros

O grande talento de Warren Buffett reside na sua capacidade de alocar capital de modo a gerar altos retornos. Quando a Berkshire Hathaway adquiriu porte suficiente para comprar o controle de empresas de seguros ou resseguros, essa capacidade de Buffett foi alavancada: além de investir nesse tipo de empresa, ele poderia atuar diretamente na alocação do capital delas.

As empresas de seguros devem investir parte do *float*, o fluxo de caixa oriundo dos pagamentos dos prêmios das apólices por parte dos segurados. Dessa forma, as companhias buscam a liquidez necessária para

honrar as despesas com os eventuais sinistros – um risco inerente e constante nesse tipo de atividade.

Entre as empresas que Buffett incluiu no portfólio da Berkshire, estão a Geico e a General Re Corporation, além de outras companhias de menor porte. Ao atuar na gestão desses negócios, Buffett aumentou as margens de retorno deles e, conseqüentemente, da própria Berkshire, que, se não paga dividendos aos seus acionistas, entrega-lhes um valor crescente ano após ano.

Princípios abrangentes de investimento

Warren Buffett não investe em ações: ele investe em empresas, tornando-se sócio delas no sentido de estabelecer uma sólida parceria com elas. Se, para ser sócio das empresas, é preciso comprar ações, então Buffett adota os mesmos princípios válidos para avaliar os negócios de seu interesse.

Tanto Buffett como Munger estudam os investimentos dentro de seus círculos de competência. Para tanto, eles questionam se os negócios em tela são simples e de fácil compreensão. Se a resposta é positiva, eles partem para analisar o histórico de resultados das companhias. Aquelas que ostentam números consistentes avançam para um terceiro filtro, relacionado com suas perspectivas de longo prazo. São aprovadas apenas as empresas que mostram um horizonte positivo.

Em uma segunda camada de análises, Buffett e Munger avaliam se a administração em voga é pautada pela racionalidade, de modo que seus gestores possam resistir aos imperativos institucionais que conduzem a concorrência a caminhos apenas medianos. Isso ocorre quando eles prestam muita atenção às decisões que os executivos de outras empresas estão tomando, copiando os modismos do momento, mesmo que isso não leve a bons termos.

Mais uma vez, a transparência dos gestores com os acionistas é fundamental. Buffett detesta executivos que fazem composições com os conselheiros das empresas para engordar suas bonificações e salários, sem que estes sejam um espelho de resultados crescentes e consistentes. A propósito, o retorno sobre o patrimônio líquido é um dos indicadores fundamentalistas prediletos nas análises conduzidas por Warren Buffett. Hagstrom não especifica a sigla para o leitor, mas você pode prestar atenção ao ROE (*return on equity*) quando fizer suas diligências: quanto mais alto for o ROE de uma companhia, melhor.

Hagstrom também cita os “lucros do proprietário” da empresa, que podemos associar às margens de lucro (antes e depois dos impostos). Como o lucro líquido pode ser reinvestido no próprio negócio ou convertido em dividendos para os acionistas (quando não usado para comprar outras participações), Buffett presta atenção à capacidade do gestor de fazer a alocação correta do capital da empresa, verificando se esta cria ao menos um dólar de valor de mercado para cada dólar retido.

Por fim, Buffett e Munger mergulham no *valuation* da companhia para concluir se ela pode ser comprada com desconto redutor de risco em função do valor intrínseco da operação.

A cada camada de análise, amalgamada com os conceitos que Buffett emprega em seu jeito de investir, Hagstrom intercala estudos de caso sobre as empresas que a Berkshire comprou por inteiro (ou ao menos grandes participações). Além das já citadas Coca-Cola e Gillette, há extensas e fragmentadas explanações sobre The Washington Post Company (mídia impressa, eletrônica e televisiva), Wells Fargo (serviços bancários) e Clayton Homes (casas pré-fabricadas), entre outras. Desse modo, as abordagens relatadas pelo autor vão se sedimentando na mente do leitor atento.

Abertura para alocação em renda fixa

Há quem imagine que Warren Buffett seja um investidor 100% de renda variável. Não é verdade. Quando não há uma oportunidade clara para alocar capital em ativos de renda variável, a Berkshire parte para a compra de títulos de renda fixa, incluindo as obrigações lançadas pelas empresas, que no Brasil conhecemos como as debêntures.

Na hora de estudar os ativos de renda fixa, Buffett adota os mesmos critérios que usa para comprar negócios e ações. A segunda edição do livro de Hagstrom foi lançada nos Estados Unidos em 2004, de modo que ele relata casos de investimentos daquela época. Então, avançamos no tempo

para 2020, recorrendo a outro livro, dessa vez publicado originalmente no Brasil: *Lições de Valor com Warren Buffett & Charlie Munger: Ensinaamentos para quem investe em Bolsa com foco no longo prazo*⁹, de Tiago Reis.

Segundo o autor,

“uma das maneiras pelas quais Buffett faz a gestão de risco da Berkshire Hathaway é mantendo uma quantia de, no mínimo, US\$ 20 bilhões em caixa no balanço da companhia. O Oráculo de Omaha mantém essa quantia como um colchão de segurança e, além disso, faz reservas de oportunidade quando o mercado está em alta, para aproveitar os momentos de baixa”.

Posto isso,

“em 2019, a Berkshire chegou a ter valor de mercado próximo de 537 bilhões de dólares, dos quais cerca de 128 bilhões estavam disponíveis para compras de oportunidades. Ou seja, aproximadamente 24% do capital da holding estava alocado em ativos de renda fixa, como os títulos públicos do Tesouro Americano.”

Portanto, Buffett, Munger e a Berkshire estão montados em uma reserva de oportunidades colossalmente generosa para lidar com momentos de

⁹ <<https://amzn.to/3I9Dbrb>>.

crises intensas como a provocada pela pandemia do coronavírus, deflagrada no primeiro semestre de 2020.

Portfólio diversificado – mas focado

Ao analisar a carteira da Berkshire ao longo dos anos, Hagstrom conclui que o portfólio gerido por Buffett e Munger é diversificado dentro dos círculos de competência deles, que se concentram em poucas, porém excelentes empresas, realçando o perfil de investidores focados.

Na visão dos veteranos de Omaha, só faz sentido adicionar um ativo novo na carteira se ele se mostrar melhor que aqueles que já fazem parte do portfólio de investimentos, pois a diversificação pela diversificação não reduz riscos: só aumenta a dificuldade para acompanhar tantas frentes de negócios.

Buffett recomenda que, se o investidor não tem tempo ou capacidade para analisar seus investimentos, é melhor que ele aloque seu dinheiro em um fundo de índice de gestão passiva. O livro de Hagstrom não menciona esse “detalhe”, mas tais fundos atendem pela sigla ETF (*exchange-traded fund*) – uma criação do memorável gestor de fundos John Bogle na década de 1970. Um ETF é composto de uma cesta de ativos que replica um índice específico, como o Ibovespa no Brasil, o qual reúne as ações mais negociadas na B3.

Para o investidor individual interessado em fazer as próprias escolhas, Hagstrom sugere uma diversificação na carteira entre 10 e 20 ativos, de modo que nenhum deles passe muito de 5% no portfólio. Dessa forma, o investimento deve ser concentrado nas empresas que apresentem um desempenho acima da média, combinando boa gestão com resultados progressivos ao longo dos anos, com perspectivas positivas nos próximos cinco a 10 anos, a despeito da volatilidade que possa acompanhar os papéis nesse período.

Investir é uma questão de mentalidade e temperamento

Os dois capítulos finais do livro de Hagstrom são o clímax da obra, em que ele discorre sobre o lado psicológico que o investidor deve desenvolver para lidar com o mercado financeiro. Para o autor, os melhores investidores são calmos e pacientes; além disso, sabem lidar com os altos e baixos das cotações dos ativos, sabendo que, no longo prazo, o preço da ação tende a acompanhar seu valor intrínseco.

Os verdadeiros investidores são racionais e controlam o excesso de confiança, agindo com frieza em momentos de pânico no mercado, quando os demais estão com medo e vendendo ótimas ações com preços descontados. Aqui, a figura do Senhor Mercado, criada por Benjamin Graham, volta à tona. Para Buffett, investir é mais uma questão de controle emocional do que de inteligência:

“O sucesso nos investimentos não tem correlação com o QI, desde que o seu seja maior que 125. Se tiver uma inteligência mediana, o que você precisa é de disciplina para controlar os impulsos que fazem com que as outras pessoas tenham problemas nos investimentos.”

Não tente ser Warren Buffett

No epílogo de seu livro sobre o modo de investir de Buffett, Robert G. Hagstrom relata sua experiência como gestor de um fundo de investimentos. Nos primeiros anos, ele tentou – sem sucesso – espelhar a estratégia de seu mestre, até perceber que não poderia copiar o portfólio da Berkshire, pois este foi construído em outras épocas, nas quais as empresas que mais cresciam eram da economia convencional.

Hagstrom concluiu que precisaria estender seu círculo de competências para abraçar as companhias da nova matriz econômica, ou seja: empresas do ramo da tecnologia da informação. Desse modo, finalmente o fundo gerido por ele começou a apresentar resultados melhores, sem que os critérios de análise dos ativos tenham se alterado.

Essa lição final é importante para o leitor que deseja aportar suas economias na bolsa de valores: cada portfólio de investimento tem uma data inicial distinta do portfólio de outros agentes do mercado. Logo, cada investidor deve desenvolver o próprio círculo de competência para fazer a

leitura correta de cada momento: os preceitos do *value investing* são atemporais, mas suas aplicações devem ser ajustadas conforme a evolução dos cenários econômicos.

Em suma: você nunca será como Warren Buffett, mas pode adotá-lo como seu mentor nos investimentos.