



Newsletter Value Investing Brasil

Exemplar de cortesia

Número 1 • Fevereiro de 2009

NESTA EDIÇÃO:

- 01 **MICHAEL VAN BIEMA**
van Biema Value Partners, Nova York
- 01 **APRESENTAÇÃO**
- 10 **REFLEXÕES DE VALOR**

VALUE INVESTING: COMO FUNCIONA

MICHAEL VAN BIEMA

VAN BIEMA VALUE PARTNERS, NOVA YORK

Professor da Columbia University durante 12 anos, quando lecionou as disciplinas Finanças Corporativas, Mercados de Capitais, Análise de Valores Mobiliários e Value Investing, entre outras, Michael van Biema é co-autor do livro *Value Investing from Graham to Buffett and Beyond*.

Gestor do fundo de fundos van Biema Value Partners, em Nova York, veio pela primeira vez ao nosso país para participar do 1º Congresso Value Investing Brasil, realizado em São Paulo no dia 5 de setembro de 2008.

A seguir, reproduzimos os principais trechos de sua apresentação.



MvB: Em Finanças, tendemos a ser “arrogantes” por acharmos que estamos no topo da cadeia empresarial — e, sob vários aspectos, há verdade nisso. Contudo, para sermos bem-sucedidos em Finanças, é imprescindível um profundo conhecimento operacional e, frequentemente (pelo menos na Columbia), alunos do programa de Finanças dizem “Ah, não, para que fazer um curso de operações? Estou em outro nível. Não preciso saber nada sobre operações para investir.” Mas, como ouvimos hoje de um dos palestrantes, isso não poderia estar mais longe da realidade...

(continua na página seguinte)

APRESENTAÇÃO

Caro Leitor,

É com grande satisfação que publicamos a primeira edição da Newsletter Value Investing Brasil.

A proposta da Newsletter é ser um canal de veiculação de idéias para value investors, incluindo teoria e prática dessa abordagem de investimento que consistentemente vence a prova do tempo e, para nós, representa a forma mais sensata de se investir.

Traduzido para o português como “investimento em valor”, a história do value investing tem início formal com a publicação de *Security Analysis*, em 1934, escrito pelos professores da Columbia University, Benjamin Graham e David Dodd. A essência dessa técnica de investimento é separar o preço do ativo analisado do seu valor intrínseco e condicionar a compra ou venda desse ativo à diferença entre o preço e o valor. Em outras palavras, é a aplicação da análise fundamentalista com a observância de uma margem de segurança.

Mas, para nós — value investors — é mais do que isso: é uma filosofia que guia nosso comportamento dentro e fora dos mercados, um conjunto de princípios que, quando seguidos com disciplina, tornam-se ferramentas eficientes de construção de valor.

Incluiremos nestas páginas diferentes tipos de informação: entrevistas com investidores bem-sucedidos, que muitas vezes irão compartilhar suas melhores idéias de investimento (seus *picks* no momento), suas técnicas preferidas, *insights* sobre sua prática, descrição de seus maiores erros e acertos; teoria de investimento e sua aplicação, como expostas na palestra aqui reproduzida; reflexões; transcrições de eventos e resenhas de trabalhos importantes para os adeptos do value investing.

Aproveite a leitura!

Rui Tabakov Rebouças

Sócio-gestor
Tabakov Capital, LLC

Sócio-gestor
Losch, Tabakov Capital Management, LLC

Desse modo, vou começar com uma história sobre operações e vou dedicá-la a um dos próximos palestrantes, o James [Montier¹], já que ela ocorreu na Inglaterra, durante a Segunda Guerra Mundial. No meio da guerra, Winston Churchill e o ministério da defesa inglês estavam muito preocupados com a possível invasão da costa, principalmente porque não tinham armamentos suficientes para espalhar pelo litoral. Eles então lembraram-se de um depósito cheio de canhões velhos da Primeira Guerra que, como os mais modernos, eram operados por quatro soldados, mas eram mais pesados e tinham de ser puxados por dois cavalos cada. Eles reaparelharam os canhões, mantiveram os mesmos manuais de operações, a mesma equipe de quatro soldados por canhão e, sendo britânicos e muito... “regulares”, digamos, seguiram os manuais ao pé da letra nos campos de teste. Perceberam que, por alguma razão, apesar de o funcionamento básico dos canhões ser idêntico ao dos mais modernos, seu ciclo de disparo estava demorando praticamente o dobro do tempo. Não conseguiam descobrir porque havia tanta discrepância para operar armamentos praticamente idênticos, construídos em períodos de tempo diferentes...

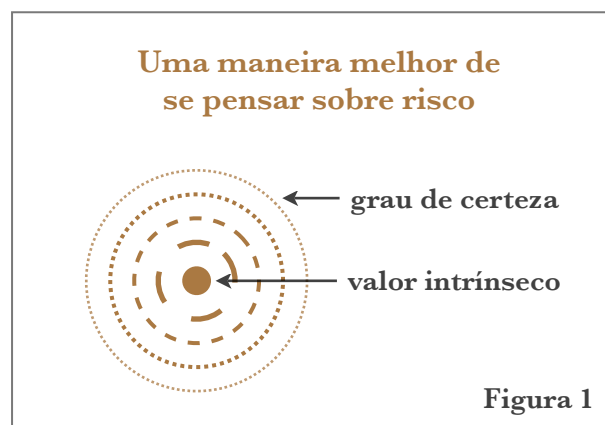
Finalmente, chamaram o analista de operações sênior do exército inglês (um desses senhores com bigode engraçado e bastão debaixo do braço) e lhe mostraram uma análise fotográfica de cada um dos passos do processo de artilharia. Ele ficou olhando as fotos que estavam em cima da mesa por cerca de 15 minutos — todos os outros indagando sobre o que estava pensando — e, finalmente, abriu um sorriso por trás do bigode. Disse “venham ver essa foto” e os outros notaram que no canto da foto dois dos soldados estavam em posição de sentido enquanto os outros dois recarregavam o canhão. Todos acharam aquilo meio estranho e começaram a indagar o porquê dos dois soldados em sentido. O analista sênior abriu um novo sorriso e explicou: “eles estão segurando os cavalos...”.

Nós sempre temos a tendência de seguir instruções ao pé da letra e imitar procedimentos, e todos somos “seguidores devotos” de Ben Graham e Warren Buffett, mas quero sugerir a vocês que, em contextos diferentes e ambientes diferentes, às vezes também é necessário mostrar um pouco de criatividade — apenas seguir o que se aprendeu com os grandes mestres do passado, ao pé da letra, não produzirá resultados tão bons. Algumas das perguntas de hoje, especificamente sobre o Brasil, apontam para esse fato já

que, por mais que gostemos de dizer “somos value investors puros”, “nunca pensamos sobre a macroeconomia” ou “apenas compramos ações baratas”, às vezes temos de pensar sobre a macroeconomia, às vezes temos de pensar sobre os preços das *commodities*, porque apenas comprar ações baratas não produzirá resultados ótimos².

Pergunto para o auditório: nas faculdades de Economia e Administração, como nos ensinam a avaliar oportunidades de investimento? Quais as duas dimensões que usamos para ranquear essas oportunidades? Risco — ou variação — e retorno. Então, a equação que todo mundo usa para analisar investimentos, basicamente, é o equilíbrio entre risco e retorno. A maior parte da palestra vai estar de alguma forma relacionada a risco e retorno e o que significam (em geral e para value investors, em particular).

Para mim, uma das grandes observações que Ben Graham fez, que também foi referida pelo Luiz [Cordorniz], é que as coisas mais importantes de se entender em investimento são o quanto se sabe e quão boa é a informação. Estamos sempre tentando acertar na mosca [figura 1] — tentamos calcular o valor exato para essa ou aquela empresa mas, obviamente, nunca conseguimos alcançar esse ideal. Seremos capazes de efetuar uma estimativa dentro de uma certa faixa de erro. Para algumas empresas essa faixa de erro possivelmente é bem pequena, para outras provavelmente é infinita. Destas últimas, provavelmente devemos ficar afastados, em termos de investimento. Considero essa imagem particularmente bem útil quando penso sobre a avaliação de uma empresa, porque me pergunto: com base na qualidade das informações que tenho, os fatos conhecíveis, quão comprimida pode ser minha faixa de *valuation* para a companhia e, uma vez determinada a faixa, qual deve



¹ Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos na tradução.

² “... quase todos investimentos em valores mobiliários são influenciados, até certo ponto, por uma opinião geral sobre o panorama financeiro e empresarial. Em operações especulativas, essas considerações são de fundamental importância; e embora o investimento conservador, via de regra, supostamente desconsidere esses elementos, em tempos de tensão e incerteza eles não podem ser ignorados.” [Security Analysis (1934), p. 28]

ser minha margem de segurança para que me sinta tranqüilo? A margem de segurança está relacionada tanto ao que penso ser o valor quanto ao grau de certeza com que compreendo o negócio ou sei da existência desse valor. Assim, há dois fatores que influenciam a margem de segurança.

Em outros tempos, o Ben Graham afirmou que devemos ter uma margem de segurança de 30% ou 50% etc. Na fase mais moderna de value investing, um tanto no estilo de Buffett, não se deve exigir uma margem de segurança de porcentagem fixa, mas sim uma que dependa da qualidade das informações e da capacidade de se calcular qual é efetivamente o valor da empresa. Então, não digam “para toda empresa, preciso de uma margem de segurança de 30%”. Digam “se tiver certeza de que sei qual é o valor da empresa, talvez precise de apenas 20% de margem de segurança. Se não tiver muita noção de qual é o valor da empresa, ou se sua faixa de *valuation* for muito ampla, talvez precise de 70% ou 75% de margem de segurança”.

Outra coisa que acho importante o value investor moderno entender, por várias razões, é onde nos situamos na gama de possíveis estratégias de investimento [figura 2]. Do lado direito, temos mercados eficientes, minimização de custos etc. Desde que deixei a Columbia para virar “mercenário” tenho lidado com um grupo inteiramente novo de indivíduos, muitos dos quais investem quantias imensas de dinheiro e alguns dos quais consideram os mercados eficientes.

Recentemente, estive no norte do Canadá, onde um camarada me disse “o máximo que estou disposto a pagar para qualquer pessoa investir meu dinheiro é seis pontos-base” [0,06% ao ano]. Desse modo, vocês devem tomar conhecimento de que o padrão 2-20 do Brasil³ está longe de ser universal, mundo afora. Há pessoas que acreditam que a única maneira inteligente de se investir dinheiro é por meio de um fundo de índice de custo mínimo.

Em seguida, em termos de estratégias de negociação de curto prazo, temos análise técnica, *momentum* e aí por diante; o investimento fundamentalista de curto prazo, que é basicamente análise *sell-side* baseada em pequenas mudanças de preço e estimativas macro e microeconômicas de curto prazo, que muitas vezes não se justificam. Finalmente, do lado esquerdo, está o que fazemos — o value investing de longo prazo, por meio do qual procuramos discernir o preço atual de mercado do valor intrínseco real de uma empresa.

Para aqueles de vocês que estão começando a administrar capital de terceiros, acho muito importante entender que, conforme seus fundos crescerem, vocês encontrarão investidores de todas essas diferentes áreas e vocês têm de perceber em que área eles realmente acreditam e quais investidores vocês querem receber em seus fundos, porque se cometerem o erro de receber os investidores errados, em tempos como o presente vocês não terão mais os fundos! Fiquei muito satisfeito ao ver que alguns dos gestores com quem conversei aqui no Brasil aparentemente fizeram

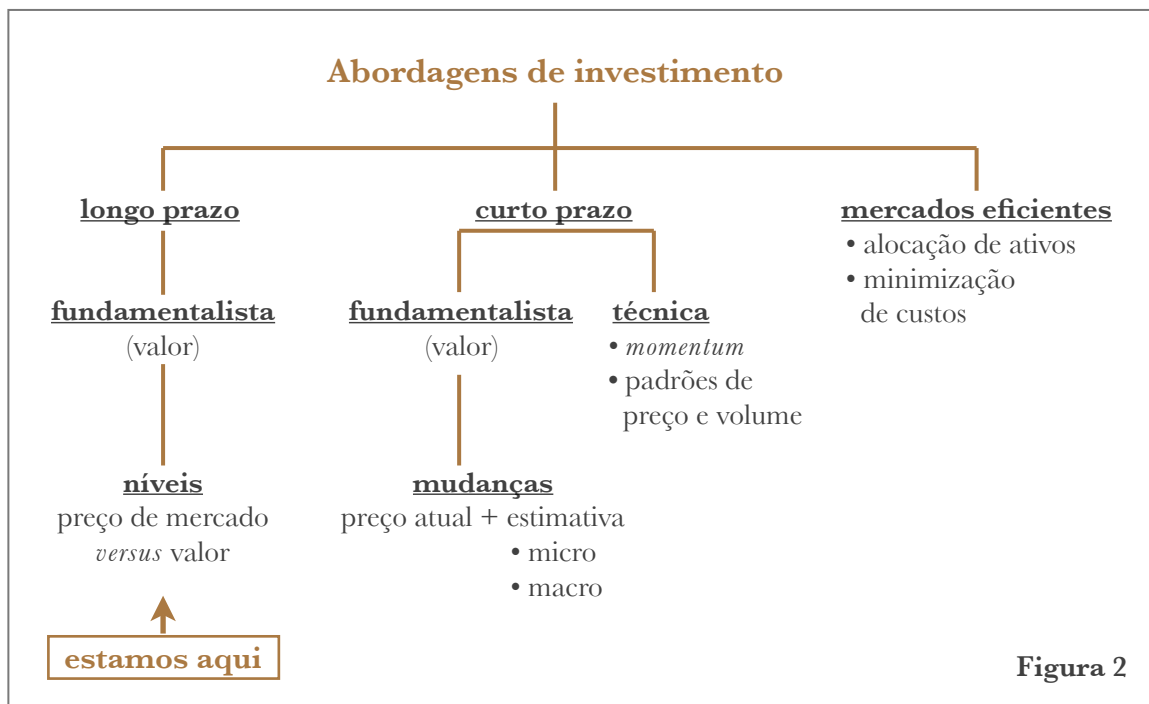


Figura 2

³ Taxa de administração de 2% sobre o patrimônio mais 20% sobre a rentabilidade que exceder o *benchmark*. Mesmo padrão dos *hedge funds* norte-americanos.

um trabalho muito bom de seleção e contam com um número grande de investidores verdadeiramente focalizados no valor no longo prazo, e os elogio por isso porque sei que não é uma coisa fácil de se fazer.

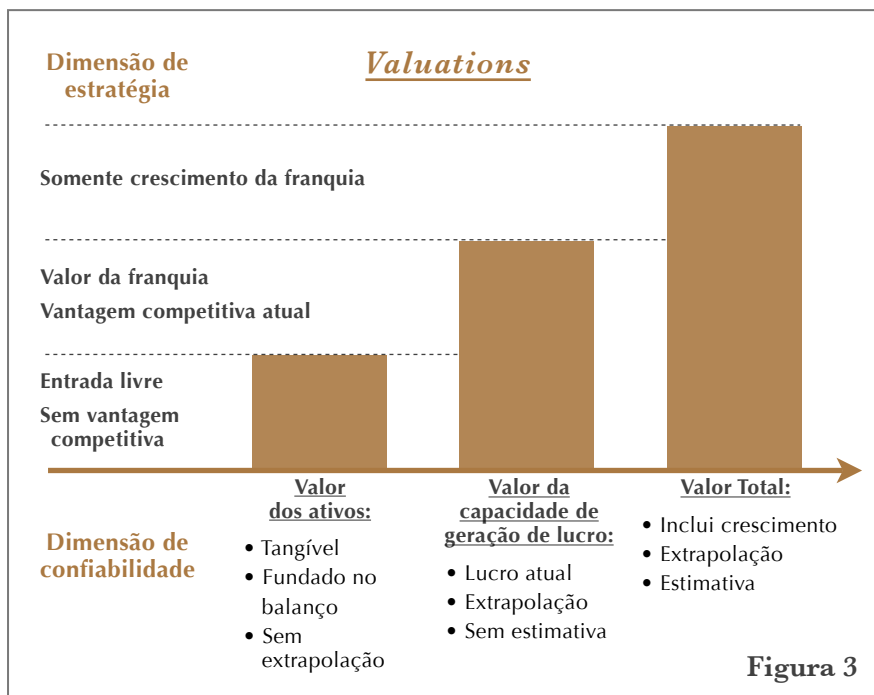
Todos aqui conhecem as *net-nets*⁴. A única coisa que quero salientar a vocês é que, apesar de provavelmente pouco praticado no Brasil, há lugares no mundo em que o investimento em *net-nets* ainda existe. De fato, em breve haverá lugares no mundo em que existirá em grande quantidade... Invisto com um gestor em Londres que compra apenas ações *net-net* do Reino Unido e, durante os últimos 12 ou 13 anos, ele produziu um retorno de 18% por ano. Se considerarmos o equilíbrio entre risco e retorno nesse caso — quando se está comprando caixa com desconto — não acho que alguém possa argumentar persuasivamente que seja um investimento de alto risco. Um investimento que gera 18% ao ano e está, essencialmente, amparado por caixa e disponibilidades não é um mau negócio. Claro, lá eles têm uma taxa de inflação menor do que a de vocês aqui.

Também ouvimos falar do infame método de análise de fluxo de caixa descontado e, na verdade, vou sair em defesa dele. Não há dúvida, como disse o Luiz, que o método produz absurdos totais e completos e é possível fazê-lo gerar qualquer resultado desejado em termos de *valuation* — por isso é uma ferramenta tão útil para os bancos de investimento: permite-lhes vender qualquer empresa para seus clientes. Mas

também tem um uso positivo, pois nos força a obter um conhecimento mais profundo da empresa. Assim, não há nada de errado em utilizar esse método. Muitos value investors puros dirão “qualquer um que use fluxo de caixa descontado não é investidor de verdade”. Discordo disso. Qualquer um que o utilize como o seu mecanismo principal para valorar empresas não é investidor de verdade e, provavelmente, é bem ingênuo, mas o método é uma ferramenta tremendamente útil para nos certificarmos de que compreendemos as operações da empresa, o capital de giro necessário, todas aquelas coisas que são muito importantes para a *valuation* efetiva da companhia.

Outro dado interessante: também é bom utilizá-lo para verificar quão errado o mercado está a respeito de uma empresa. Poucos de vocês com frequência vendem a descoberto mas, se forem vender uma empresa a descoberto, esse tipo de análise mais uma vez é muito útil. Sempre cito um exemplo do auge da bolha de tecnologia nos Estados Unidos: quem analisasse a Microsoft e aplicasse um modelo de fluxo de caixa descontado, dependeria de uma estimativa correta dos fluxos de caixa de 20 anos em diante para justificar o preço de mercado. Se você examina uma empresa de tecnologia e realmente acredita que pode prever seus fluxos de caixa 20 anos no futuro, provavelmente deveria trabalhar como adivinho. É bom utilizar o fluxo de caixa descontado para calcular quanto do valor é, de fato, valor presente e quanto está sendo atribuído como valor terminal. Quando misturamos informações boas [valor presente] com informações ruins [valor futuro] o que resulta? Informações ruins!

Essa é outra ilustração que acho bem útil [figura 3]. Se não há vantagem competitiva, quanto vale a empresa? Os ativos! Algumas pessoas dirão que é o valor de liquidação, outras dirão que é o valor de reprodução da companhia. Essencialmente, o valor atual dos ativos. Se a empresa tem muitos imóveis e mais quase nada, quanto vale? O quanto valerem esses imóveis! A menos, claro, que os imóveis sejam depósitos de lixo tóxico e, nesse caso, a empresa pode valer menos do que nada. Mas, basicamente, se não há vantagem competitiva, se a entrada é livre, o valor da



⁴ Disciplina de investimento desenvolvida por Benjamin Graham que, durante e após a Grande Depressão, montava uma diversificada carteira de ações que custavam dois terços ou menos do ativo circulante líquido (após a subtração do passivo total) das empresas subjacentes.

empresa é o valor de reprodução ou o de liquidação dos ativos, e se alguém vendê-la a vocês por mais do que isso, vocês não farão dinheiro. A propósito, para um administrador, essa é uma posição terrível de se estar, correto? Porque a única forma de se ganhar dinheiro nessa área é sendo o produtor de baixo custo. A única forma de uma empresa fazer dinheiro em um ambiente competitivamente aberto é sendo a produtora de baixo custo. Como se mantém a posição de produtor de baixo custo? Bem, é como o pequeno rato de laboratório que fica dando voltas e voltas dentro da roda. Todo dia, é necessário descobrir como cortar custos e a administração não é agradável — *nunca* se consegue sentar e relaxar.

Há uma situação ainda pior que essa: encontrar-se no setor de alta tecnologia — essa é uma das razões de value investors normalmente não investirem em alta tecnologia. Quando se trata de alta tecnologia, quem é que tem a vantagem competitiva? Quem está entrando no ramo! Se toda nova tecnologia que aparece é presumidamente um pouco melhor do que a tecnologia antiga, quem quer que detenha o nível atual de tecnologia está em apuros. Então, isso é ainda pior do que estar aqui [“entrada livre”, na figura 3] e é uma das razões de nós tipicamente nem considerarmos empresas de alta tecnologia.

Por outro lado, se a empresa tem uma vantagem competitiva duradoura, ela está em uma posição muito boa, como disse o Fabio [Carvalho]. Quanto maior o *moat*⁵ [vantagem competitiva] e quanto mais tempo ele durar, mais feliz será o investidor e mais lucrativo seu investimento. A maior qualidade de Warren Buffett, na minha opinião, é ser extremamente hábil para entender vantagens competitivas e sua durabilidade. Ele fez a maior parte de seu dinheiro encontrando e comprando empresas que têm vantagens competitivas duradouras. Normalmente, elas têm uma excelente administração, que ele frequentemente elogia bastante, mas se de fato analisarmos os negócios subjacentes, veremos que a maioria deles tem também enormes vantagens competitivas e que eles desempenhariam extraordinariamente bem, mesmo se suas administrações não fossem tão empenhadas como Warren Buffett sempre alega que são.

Desse modo, vantagens competitivas são tremendamente importantes mas podem ser bem complexas para se compreender. No caso de uma empresa com vantagem competitiva, a maneira de valorá-la é com base na sua capacidade de geração de lucro [*earnings*

power], normalizada, e o aspecto de normalização é muito importante para garantir que a valoração inclua um ciclo completo. Excelentes perguntas que me fizeram anteriormente foram: “O Brasil está passando por uma bolha no setor de *commodities*? Como tiramos vantagem disso? Como utilizamos esse fato na valoração de empresas brasileiras?” Bem, sabemos que há ciclos de *commodities*, não acho que alguém no auditório queira argumentar comigo sobre isso. Sabemos que o Brasil está passando por uma bolha de *commodities*? Difícil dizer. Estamos no fim da bolha, no começo da bolha, no meio da bolha? Também é difícil. Mas, quando interessados em investir em uma empresa dependente de *commodities*, podemos examinar seu lucro durante todo o ciclo da *commodity*? Provavelmente, a resposta para a maior parte das empresas desse tipo seja “sim”, e isso lhes dará uma idéia da capacidade de geração de lucro normalizada durante o ciclo, e aí a pergunta passa a ser: “estamos comprando a empresa por um preço sensato com base nesse dado?” Pois sabemos, com alto grau de confiabilidade, que ao longo do tempo os preços das *commodities* vão subir e depois vão cair novamente.

Quando calculamos a capacidade de geração de lucro, essencialmente capitalizamos o lucro normalizado a 8%, 10% ou 12%. A questão do custo de capital também deve ser levada em conta, mas digamos que não se saiba realmente qual é o custo de capital. Nos Estados Unidos — esses números vêm dos Estados Unidos e aqui no Brasil é um pouco diferente — o custo de capital de 90% de todas as empresas fica numa faixa entre 8% e 12% e, sinceramente, se vocês errarem por 2% não faz grande diferença porque, afinal de contas, é melhor não estarem comprando uma ação apenas por causa dessa diferença de 2%.

Depois, o aspecto final, como se valora o crescimento — e a pergunta que sempre surge: se value investors investem em crescimento. Faço uma observação aqui. As pessoas sempre enfatizam, porque foi a maneira original de o Ben Graham se exprimir, que o que faz a essência de um value investor é a compra de empresas com desconto em relação a seu valor intrínseco. Eu argumento, com veemência, que isso não é mais verdade. Na minha opinião, o que faz a essência de um value investor é mais processual. Hoje em dia, value investor é quem, ao analisar uma empresa, preocupa-se antes de mais nada com risco de baixa⁶.

⁵ “Fosso”, defesa do castelo.

⁶ “*Downside risk*”. De fato, as duas regras de investimento de Warren Buffett são bem conhecidas: “Regra número um: nunca perca dinheiro. Regra número dois: nunca esqueça a regra número um.” Observe-se que o adepto do value investing “tradicional” já elimina boa parte do risco comprando valores mobiliários com desconto em relação a seu valor intrínseco (ou seja, com margem de segurança), mas não elimina, necessariamente, o risco de a empresa subjacente perder valor intrínseco com o passar do tempo — o caso das *value traps*.

Não é nenhum problema uma empresa apresentar alto crescimento ou um value investor comprar uma empresa com alto crescimento, mas as perguntas são: (a) “qual é o risco de baixa?” e (b) “quanto está sendo pago pelo crescimento?” Outra coisa inteligente que Warren Buffett fez foi decidir ser um tipo diferente de value investor, comprar empresas com alto crescimento, mas sem fazer *uma* coisa: pagar por esse crescimento. Desse modo, ele o obtém de graça e sua margem de segurança vem do fato de a empresa possuir ótimas características de franquia⁷: ele sabe que ela continuará crescendo, paga apenas pela operação empresarial que já existe e, se estiver correto no aspecto da franquia, o crescimento proverá o valor extra. Então, quando as pessoas discutirem com vocês e disserem “o Warren Buffett investe em alto crescimento”, não tentem convencê-las de que estão erradas, digam apenas “sim, ele investe, mas não paga pelo alto crescimento e compra empresas examinando seu risco de baixa”. O problema com investidores que compram empresas de alto crescimento é que acreditam na história do alto crescimento, estão dispostos a pagar integralmente por ele e podem perder tudo o que têm caso o crescimento não se materialize, caso se materialize mais lentamente ou caso a

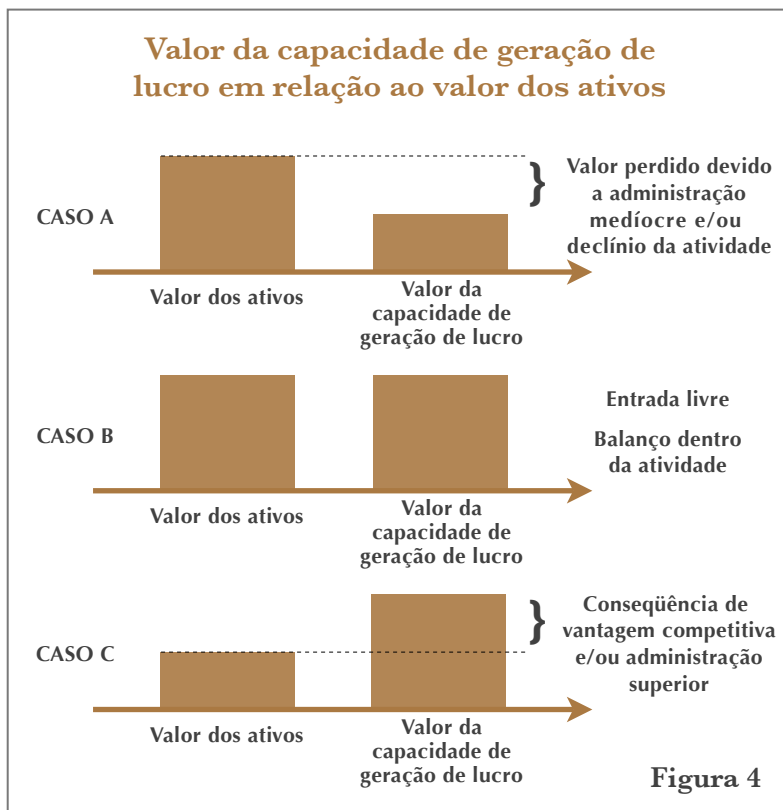
franquia não seja tão forte como no começo eles acharam que era. Essa é a verdadeira diferença entre investimento em valor e crescimento hoje em dia, pelo menos na minha opinião.

Também é útil refletir sobre cada componente do valor da empresa [figura 4]. No caso de entrada livre, é melhor que o valor da capacidade de geração de lucro e o valor dos ativos sejam iguais, porque, se vocês estiverem pagando mais ou menos que o último, com base na capacidade de geração de lucro, há algo errado. Se há uma vantagem competitiva, ou administração superior, ou patentes, ou algum outro tempero especial, podemos pagar mais do que os ativos da empresa — nesses casos, tudo bem, mas é melhor que tenham conhecimento de quanto a mais do que os ativos estão pagando e é melhor que tenham alguma opinião sobre a sensatez dessa diferença.

Uma situação em que vejo muitos value investors encontrarem dificuldade: quando os ativos da empresa valem muito pouco e a capacidade de geração de lucro que lhe atribuem — porque a consideram uma franquia extraordinária, ou consideram sua administração extraordinária etc. — é imensa. Uma

ótima administração é uma coisa maravilhosa para uma empresa, contudo, qual é o aspecto negativo para uma empresa com ótima administração? A ótima administração pode ir embora! Quero dizer, se a empresa já tem uma administração ótima, efetivamente, o único sentido para o qual a qualidade da administração pode se mover é para baixo. Desse modo, vocês têm de tomar cuidado. Muitas vezes, conversando com gestores de investimentos, já ouvi “sabe, uma das coisas que sempre busco é uma empresa com ótima administração”. Bem, isso é bom quando se tem uma expectativa sensata de que a administração permanecerá presente por um longo, longo período de tempo — mas ela pode ser seduzida a mudar de empresa, ou perder o interesse, ou aposentar-se, ou ser atropelada por um caminhão — muitas coisas podem acontecer...

Agora falarei um pouco sobre genética e a formação que nós value investors temos, quanto dessa formação precisamos seguir, quanto está incorporada ao nosso código genético etc.



⁷ Não implica a existência de licenciamento entre franqueador e franqueado. “Franquia” é a empresa que oferece produtos ou serviços que consumidores desejam ou de que precisam e para os quais não há equivalente, e pode assim manipular preços agressivamente sem prejudicar suas altas taxas de retorno sobre o capital. Contrasta com o “negócio de commodity” (caso de “entrada livre” das figuras 3 e 4), a empresa que oferece produtos ou serviços indistinguíveis e obtém alta lucratividade somente se a demanda for excessiva ou se a atividade for regulamentada.

De antemão, uma pergunta: alguém no auditório pode me dizer, aproximadamente, qual a taxa de retorno composta quando temos três anos de crescimento de 30% ao ano, seguidos por um quarto ano com queda de 30%, ou três anos de crescimento de 40% ao ano, seguidos por um quarto ano com queda de 40%? Alguém quer arriscar uma resposta? — “Dez por cento!” [expectador].

Dez por cento está bem perto — a taxa de retorno, composta anualmente, é cerca de 12% para ambos os cenários. A maior parte das pessoas que investe em *hedge funds* quer esse padrão de retorno. Por que? Porque querem ir a coquetéis, aproximar-se das moças bonitas e dizer “sabe de uma coisa, no ano passado meu *hedge fund* subiu 30%” — ou 40% — “não é ótimo?”. Fazem isso durante três anos e no quarto ano eles se escondem em algum lugar. Infelizmente, vocês que acreditam em value investing não serão muito disputados em coquetéis, porque circularão dizendo “bem, esse ano ganhei 15%” e no próximo ano voltarão e dirão “esse ano ganhei 15%” e no próximo ano a mesma coisa... Depois de alguns anos, ninguém vai querer conversar com vocês. Mas, como provavelmente muitos sabem, qual força Albert Einstein uma vez qualificou como uma das mais poderosas do universo? Juros compostos! Se compuserem os ganhos a 15% ao ano — ou a uma taxa real de 15% ao ano, se estiverem em um ambiente com inflação alta — depois de 20 anos vocês provavelmente conseguirão atrair moças bonitas — ou moços bonitos [dirigindo-se às mulheres da platéia].

O que fazemos é muito difícil e exige muito poder de resistência. Se vocês não tiverem essa força para resistir, provavelmente não serão bem-sucedidos. Quando escolhemos gestores de investimentos [para o fundo de fundos] buscamos quatro coisas que chamo de “os quatro Ps”: (1) **p**aixão por investimentos; (2) foco na **p**erformance; (3) **p**aciência, o que significa a capacidade de não fazer nada (o mais difícil na nossa profissão é ficar no escritório e não comprar nada porque não há coisa alguma que esteja realmente barata); e (4) **d**isciplinada, que é um “P invertido” — pouquíssimas pessoas têm a disciplina de agüentar firme e não investir quando todos os outros estão correndo em círculos e investindo e fazendo coisas freneticamente. A maior parte da comunidade financeira — certamente em Nova York e provavelmente aqui também — é fundada em atividade frenética. Dessa forma, as pessoas estão correndo para cá e para lá fazendo coisas, acreditando que assim criam valor para si mesmas e seus clientes. A maneira de value investors criarem valor para seus clientes é fazendo absolutamente nada grande parte do tempo.

Aqui temos outra dinâmica — originalmente proposta por Warren Buffett⁸ — importante de entendermos para sermos bem-sucedidos como gestores adeptos do value investing. Imaginem que toda a população de um país, no meu exemplo os Estados Unidos, com cerca de 300 milhões de habitantes, acorda de manhã e aposta, entre cada duas pessoas, um dólar no cara ou coroa. Quem perde está fora do jogo, quem ganha soma o dólar do oponente ao seu e, no dia seguinte, aposta o total com outro vencedor. Perdedores vão saindo, vencedores vão acumulando os proventos desde o início do jogo. Depois de 10 dias de apostas, restarão cerca de 300 mil vencedores, cada um deles com pouco mais de US\$ 1.000. Tendo vencido 10 apostas seguidas, estarão se sentindo muito bem consigo mesmos. O jogo continua, com os vencedores fazendo uma aposta por manhã. Depois de outros 10 dias, haverá no país inteiro apenas cerca de 300 pessoas ainda no jogo, cada uma com pouco mais de US\$ 1 milhão. Agora elas realmente estão satisfeitas consigo mesmas, certo? Vão a programas de televisão dar entrevistas, contam às pessoas como fizeram US\$ 1 milhão em 20 dias — jogando uma moeda! —, escrevem livros “Como virar milionário em 20 dias tirando cara ou coroa”, outras pessoas compram os livros e assim por diante.

Isso é efetivamente o que muito da comunidade financeira faz e é também o que muita gente alega que nós, value investors, fazemos, uma vez que acreditam que os mercados *são* eficientes e que nós somos apenas anormalidades estatísticas que por acaso estão acertando o lado da moeda. O argumento não é ruim do ponto de vista teórico — o fato óbvio por trás dele é que, se tivéssemos dado as moedas a macacos e os treinado a jogar, teríamos obtido praticamente os mesmos resultados. Não há nada de admirável, nenhum mérito intelectual, no jogo das moedas. Contudo, se realizarmos o jogo e, de repente, notarmos que após o vigésimo dia 25% dos macacos vêm do mesmo zoológico, isso pode nos fazer pausar um minuto e ponderar sobre uma explicação. Será que os funcionários do zoológico estão treinando os macacos para jogarem a moeda, será que estão os alimentando com bananas especiais, o que está havendo?

Outro cenário possível seria, no fim do jogo, termos apenas macacos de dez famílias diferentes — e então poderíamos pensar que há algo de especial sobre essas famílias, talvez genética mais propensa para tirar cara ou coroa. A capacidade de ganhar no cara ou coroa seria de alguma forma inata a essas famílias de macacos. De fato, é uma possibilidade.

Também pode ser que, no zoológico, exista um macaco que todos os outros admiram e que saiba jogar a

⁸ No artigo *Os superinvestidores de Graham-and-Doddsville*, incluído como apêndice em *O Investidor Inteligente*.

moeda de um jeito que aumente bem sua frequência de acertos, e todos os outros macacos copiam sua técnica para obterem resultados melhores. Nesse caso, estão apenas seguindo o exemplo desse “macaco guru” e não há nada de especial no zoológico. Também não tem nada a ver com genética.

Acreditamos firmemente — e acho que temos bastante evidência para sustentar — que existe de fato um macaco guru nesse caso (que pode não ficar particularmente contente ao ser chamado de macaco guru), o Ben Graham. Todos estamos tentando duplicar o que ele fazia. Nosso zoológico é Graham-and-Doddsville, e o algo a mais adicionado a nossa dieta especial é que tentamos analisar e comprar empresas, não papéis, e tentamos comprá-las com desconto.

Mas, se tentarmos duplicar, passo a passo, o que Ben Graham fazia, provavelmente não obteremos resultados muito melhores do que os de macacos em qualquer zoológico. Hoje em dia, para sermos bem-sucedidos, não basta apenas segui-lo cegamente. Temos de acrescentar algo que seja especial e único de nós mesmos. Uma das coisas que me empolgaram bastante ontem, quando tive reuniões com seis gestores aqui do Brasil, foi que a maioria deles efetivamente tem esse pequeno toque especial próprio. Não precisa ser muito, mas é essencial para se diferenciar. Há muita gente por aí que conhece bem value investing e o trabalho de Ben Graham. Algumas pessoas são bem competentes nisso. Nos Estados Unidos, há muita gente realmente competente nisso. Mas, se vocês forem de fato gerar retornos excepcionais — *excepcionais*, pois é possível gerar bons retornos apenas seguindo o Graham — vocês devem ter um pequeno toque especial ou nicho próprio. Muitos acham que podem ser imitadores incondicionais de Graham e Buffett e ir à assembléia anual [da Berkshire Hathaway] que a glória irá contagiá-los, tornando-os grandes value investors. Infelizmente, não é assim que funciona, embora isso ajude.

O professor Lawrence Cunningham mencionou o artigo *Os superinvestidores de Graham-and-Doddsville*, que é meu favorito, por várias razões. Uma delas é que me fez iniciar meu negócio, uma atividade que exerço com muito prazer — investir com pequenos gestores adeptos do value investing. Buffett salientou no artigo, após examinar os resultados da Schloss Partnership, da Tweedy, Browne, da (extinta) Buffett Partnership, do Sequoia Fund — todos grandes nomes em value investing —, que, ao longo do tempo, seus retornos eram praticamente o dobro do retorno do índice S&P 500.

Alguns de meus clientes, para melhor ou para pior, estão entre os maiores fundos de pensão e ficam entu-

siasmados com um ou dois por cento de desempenho superior — para eles, já é um grande número. Os resultados desses gestores citados no artigo estão, simplesmente, fora da curva.

Há uma empresa chamada FMC, que inclusive tem presença decente na América do Sul, pois provê soluções de tecnologia para o setor de energia. É muito bem-sucedida e, como seu diretor-executivo era amigo de Buffett, ele perguntou como deveria investir o dinheiro do fundo de pensão de seus empregados, e Buffett lhe deu os nomes de seis fundos — Sequoia, Schloss etc., todos os nomes que conhecemos bem — e aqui está o desempenho histórico de 1986 a 2007 [taxa de ganho de 16,1% por ano]. Há pouquíssimos fundos de pensão nos Estados Unidos que chegam perto de uma taxa de retorno de 16,1% — em um período equivalente, a maior parte fica feliz se tiver uma taxa de 8% por ano. Sempre utilizo esse exemplo. As pessoas dizem “o Schloss e os outros são ótimos mas antigamente, no tempo deles, era mais fácil investir”. Aqui está um exemplo recente de uma empresa que tem praticado value investing por um longo período de tempo, com uma quantia substancial de capital (bilhões de dólares), gerando um retorno formidável.

A evidência final são os nossos gestores. Aqui estão os retornos anuais, de 1996 a 2007, dos gestores que compõem nosso fundo doméstico nos Estados Unidos [os ganhos anuais médios de nove gestores variam entre 13,0% e 19,3%, e superam de 8,2% a 18,7% o retorno anual médio do índice S&P 500]. Mais uma vez, um desempenho extraordinário. Normalmente, investimos com gestores adeptos de value investing que administram menos de US\$ 200 milhões. Notem que não incluí os resultados de 2008. Considerando que nossos fundos ficam predominantemente comprados (de 70% a 75%), 2008 não ajuda muito mas, do começo do ano até hoje, estamos perdendo 1,8%. Dado o que está acontecendo nos mercados [até o dia 4 de setembro, o índice S&P 500 tinha caído cerca de 14,6% em 2008], não é ruim.

Voltemos para a correlação entre risco e retorno. Acho que o maior obstáculo que encontrarão com muitos investidores profissionais é que todo mundo nas faculdades de Administração predominantemente ensina que há uma relação entre risco e retorno que é uma das “leis invioláveis” da natureza, da física, não sei o quê mais. Bem, o value investing parece violar essa lei. Em muitas operações, por exemplo na roleta russa, podemos encontrar relação entre risco e retorno. Posso propor ao auditório lhes dar um revólver no qual colocaremos apenas uma bala, giraremos o tambor e quem puxar o gatilho, com o cano apontado para sua cabeça, recebe US\$ 1 milhão se o revólver não disparar. Alguém no auditório par-

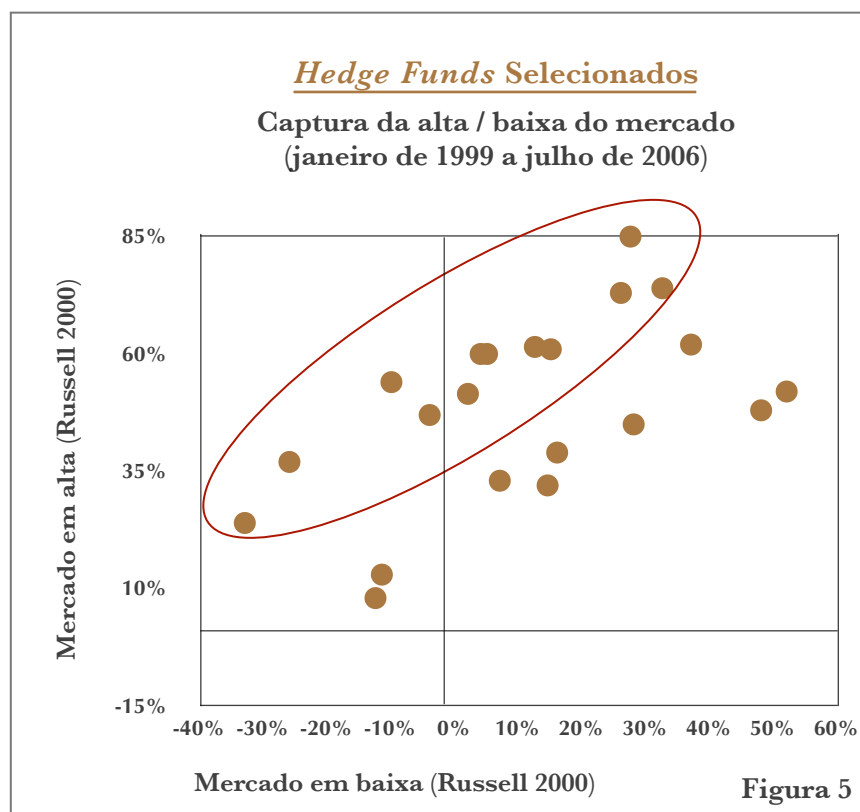
participaria do jogo? Claro, não somos loucos, mas existe uma relação entre o risco e o retorno nesse caso. A maior parte do mundo enxerga Finanças dessa forma: se colocarmos duas balas no revólver e girarmos o tambor, temos de pagar US\$ 5 milhões para alguém participar do jogo. Há definitivamente uma relação entre risco e retorno. O risco aumentou, o retorno aumentou. Ainda assim é uma estupidez participar do jogo.

Infelizmente, quando examinamos fundos sem risco direcional, ou fundos de derivativos, o padrão que sempre encontramos é um excelente desempenho durante quatro, cinco (às vezes mais) anos seguidos e, então, adivinhem — *bum!* Eles explodem. No começo, todos estão muito felizes, vangloriando-se dessa ou daquela nova estratégia — *convert arb* [arbitragem de debêntures conversíveis] dez anos atrás, *market neutral* cinco anos atrás, qualquer que seja — que, durante quatro ou cinco anos, é a melhor que existe porque todo mundo está fazendo dinheiro e não há risco. Então, *bang*, um dia todo o dinheiro feito vai-se embora e passam a procurar uma nova estratégia.

Para o value investor que está lá, entediado, sentado na cadeira, fazendo o que sempre faz, a boa notícia é que a arma normalmente não dispara. Pelo menos se tiver escolhido o conjunto certo de investidores para seu fundo. Em value investing, há uma correlação negativa entre risco e retorno. Se eu lhes oferecer um dólar por R\$ 1,69 [cotação do câmbio no dia do Congresso], quantas pessoas querem comprá-lo? Possivelmente ninguém. Não é um bom negócio. Não há uma boa relação entre risco e retorno. Mas quantas pessoas querem comprá-lo por R\$ 0,80? E por R\$ 0,40? E por R\$ 0,20? Claro, o número de interessados vai aumentando rapidamente. O que está acontecendo com o risco? Cada vez que lhes ofereço o dólar a um preço mais baixo, o risco está diminuindo. O potencial de retorno está aumentando. Então, é um jogo bem diferente daquele do

revólver. Quando estiverem aborrecidos no trabalho do dia a dia, tenham em mente que, pelo menos, não há um revólver na mesa e que estão apenas esperando pelo momento certo para comprar o dólar por R\$ 0,50 ou R\$ 0,40 ou qualquer que seja a cifra que achem apropriada.

Recentemente, montei este gráfico [figura 5] para verificar se as pessoas no mundo real de fato compreendem risco e retorno. Estes são os desvios de nossos gestores em relação à alta ou baixa do mercado. Quando colocamos este gráfico na frente das pessoas, explicamos o que representa e lhes perguntamos quais gestores gostariam de ter em suas carteiras, elas indicam sua escolha conforme a elipse vermelha. Algumas pessoas querem apenas gestores que protejam bem o capital em mercados ruins. A maior parte não quer perder dinheiro e, desse modo, escolherá gestores que não capturem inteiramente a perda do mercado. A faixa selecionada poderia ser um pouco diferente, dependendo da aversão a risco do investidor. Agora, se refletirmos sobre o que representa, esta imagem essencialmente retrata o que o value investing faz [captura boa parte dos ganhos na alta e perde pouco — ou também ganha — na baixa]. •



REFLEXÕES DE VALOR

Crise global

“Aprenderemos algo com essa confusão nos mercados?”

“Aprenderemos uma enormidade no curtíssimo prazo, um bom bocado no médio prazo e absolutamente nada no longo prazo. Esse é o precedente histórico.”

Jeremy Grantham
GMO LLC

Barron's, 13 de outubro de 2008

“... no mundo financeiro, a falta de confiança pode ser auto-realizável e *criar* fracassos onde não havia ameaças ... quando se *tem* de vender, vende-se o que *pode* ser vendido, que muitas vezes são os melhores investimentos.”

“A chave do sucesso em investimentos não é discernir aquilo que vai proceder bem daquilo que não vai, mas identificar as disparidades entre as *expectativas* do mercado e a *realidade* da economia ou dos fundamentos das empresas.”

François Sicart

Tocqueville Asset Management L.P.
Too Late to Sell, 26 de novembro de 2008

“As coisas não voltarão a ser como as conhecíamos e estávamos acostumados. É como comparar Newton e Einstein: ambos estavam certos mas suas leis governam territórios completamente diferentes. Agora, o mundo está mudando para um em que o pulso governamental substituirá a mão invisível, em que a regulamentação superará o capitalismo do Velho Oeste e em que o lucro empresarial não será mais função de alavancagem, financiamento barato e da possibilidade, caracterizada por um tanto de descuido, de se efetuar transações com o dinheiro dos outros.”

Bill Gross
PIMCO

Investment Outlook, dezembro de 2008

“Nos últimos 10 ou 20 anos, o risco era alto mas o risco percebido era baixo. Por isso, todos compravam em quedas pequenas e se alavancavam. Agora, o mundo está mudando para um em que o risco percebido é alto mas o risco real, no devido tempo, será

muito mais baixo. Isso resultará em uma *valuation* diferente de ações e títulos de dívida. Em dois ou três anos, haverá pechinchas enormes nos mercados.”

Felix Zulauf

Zulauf Asset Management AG
Barron's Roundtable, 12 de janeiro de 2009

Finanças Comportamentais

“Esse é o modo dos mercados — e dos falíveis investidores que neles operam. Preços altos levantam nossa confiança, preços baixos a esgotam. Procuramos por pechinchas no Wal-Mart, mas fugimos delas na Bolsa de Valores. A proliferação de pechinchas nos mercados não nos traz alegria alguma.”

James Grant

Grant's Interest Rate Observer
WSJ, 18 de outubro de 2008

Timing

“Quem chega mais perto de ser infalível em nossa atividade certamente é Warren Buffett. Quando fala sobre sua carreira de investidor, ele invariavelmente se refere à compra de Washington Post, em 1973, como um de seus maiores investimentos. O que ele *não* menciona: o preço das ações caiu 45% *depois* de sua compra! Ainda assim foi um ótimo investimento. Se vocês se comportarem como o Seth [Klarman] acabou de prescrever e como Graham e Dodd prescreveram, não há dias ruins no mercado: quando ele cai, vocês têm ótimas pechinchas para comprar; quando sobe, as pechinchas se vão — mas vocês ficam ricos.”

Bruce Greenwald

First Eagle Funds
Graham and Dodd Breakfast 2008

Investimentos acionários

“A única regra eterna de investimento em renda variável é que ela é imprevisível no curto prazo.”

Fabio Carvalho

Orbe Investimentos
Valor Econômico, 27 de janeiro de 2009

A publicação da Newsletter Value Investing Brasil tem natureza meramente informativa e não caracteriza qualquer atividade de consultoria de valores mobiliários e/ou de gestão de recursos de terceiros (para os fins de que tratam a Instrução CVM n.º 306/99 e a Instrução CVM n.º 43/85) por parte dos editores, entrevistados e pessoas que tenham seu trabalho reproduzido, ou que sejam brevemente citadas, no boletim. Decisões de investimento que venham a ser tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio da Newsletter Value Investing Brasil serão de responsabilidade exclusiva do leitor.