



# Newsletter

## Value Investing Brasil

Amostra

Número 4 • Agosto de 2010

### NESTA EDIÇÃO:

- 01 **GUILHERME FERREIRA**  
Bahema Participações
- 09 **ESPECIAL: WARREN BUFFETT**  
Trechos da carta aos acionistas, 2009
- 11 **DICA DE INVESTIMENTO**  
Flavio Sznajder, Bogari Capital
- 13 **CONFERÊNCIA CIMA 2010**  
Palestra de Martin Whitman

### **ATIVISMO EM EMPRESAS SEM CONTROLE DEFINIDO**

**GUILHERME AFFONSO FERREIRA**  
BAHEMA PARTICIPAÇÕES

Segue transcrita a palestra de Guilherme Ferreira no 3º Congresso Value Investing Brasil, realizado em São Paulo no dia 26 de maio de 2010.



Boa tarde a todos. Agradeço o convite. Como conheço esse assunto por um caminho totalmente enviesado, vou me permitir iniciar com uma importante consideração filosófica: não foi preciso a Lei da Gravidade ser enunciada para as coisas começarem a cair. As coisas sempre caíram até que, um dia, Newton deu a sorte de estar embaixo de uma macieira, a maçã caiu e ele pensou na Lei da Gravidade — mas as coisas sempre caíram. Da mesma forma, value investing é um nome novo que se dá a um conceito antigo. De certo modo, principalmente no Brasil, ainda estamos vivendo os tempos de Galileu, de Newton, porque estamos vendo algumas coisas serem definidas a partir de outras que já existiam. Então, ainda estamos em um momento (rico, obviamente) de formação de teoria para certos assuntos. Qual é a vantagem disso? Depois que Newton enunciou a Lei da Gravidade, as

coisas começaram a “cair melhor”? Não, continuaram a cair do jeito que sempre caíram! A vantagem é que, conhecendo uma série de princípios, um dia foi possível enviar um foguete à lua. Por isso vale a pena olhar essas questões.

Como faço isso há 30 anos — e, como disse, entrei por um caminho torto — vou descrever um pouco o ambiente desses 30 anos para chegar ao tema desta palestra, o ativismo em empresas sem controle definido.

No começo dos anos 80, ninguém no Brasil seria capaz de afirmar que uma empresa brasileira sobreviveria sem ter um dono identificável — uma pessoa física ou uma família. Isso era impensável na década de 80. Hoje em dia, já é uma coisa comum, carne de vaca, mas houve todo um trabalho de construção para chegarmos a onde estamos.

O ambiente em que comecei, nos anos 80, ainda espelhava coisas que aconteceram antes dele. Primeiro, era um ambiente em que o governo e as entidades governamentais procuravam incentivar muito o mercado de capitais — à sua maneira, com as formas que conheciam. Incentivos fiscais eram a expressão da moda. Eu diria até que quase todo mundo, seja do lado das empresas, seja do lado dos investidores, chegava ao mercado de capitais simplesmente atrás de incentivos fiscais. Ninguém sabia muito bem o que estava fazendo lá. Os Fundos 157 (para quem aqui se lembra dessa época) ...

(continua na página seguinte)

#### **AMBIENTE ANOS 80**

##### **INCENTIVOS FISCAIS:**

**Abertura de capital**

**Compra de ações (Fundos 157)**

##### **CONTROLE DEFINIDO**

**AÇÕES ON x PN**

**LEI 6404**

**MÚLTIPLOS DESPREZÍVEIS**

É um dos dilemas do mundo. Nenhuma companhia — no primeiro mundo, especialmente — sabe quem serão seus acionistas amanhã. Uma vez criado o mercado de capitais, uma vez existindo as bolsas de valores e liberdade total para quem quiser comprar e vender... Existem acordos, combinações, mas são coisas paralelas. Não existe nenhuma garantia de que os ativos permanecerão nas mãos de quem estão. Com relação aos bancos, que você citou, tenho impressão de que, conforme houver a necessidade de internacionalização, começarão a aparecer outras pessoas nessa história.

O Unibanco, por exemplo, na época em que eu estava lá, era o banco brasileiro com mais acionistas de fora do Brasil. O Banco Nacional havia sido incorporado e as ações recebidas na aquisição terminaram nas mãos de estrangeiros — o Capital Group, por exemplo, era um acionista muito importante do Unibanco. Esse foi um passo a favor da governança, da transparência, da participação — estrangeiro é sempre gente muito interessada. Se vamos chegar ao ponto de o controle ser questionado, o Banco Central é super vigilante sobre essas questões. Não vejo isso com medo.

Mas é um dos desafios da vida moderna. Como é que se cria um filho em um ambiente em que, aos seis anos de idade, ele pode ver mulher nua na internet? Criando e dando educação suficiente para ele acessar os sites certos. É o que se tenta fazer. É assim mesmo, o mercado de capitais está lá para isso. Aliás, para nossa sorte. Se não fosse assim, se houvesse restrições ao que podemos comprar e vender, se houvesse necessidade de se conhecer a outra ponta para quem se está vendendo, de quem se está comprando, acho que a vida seria muito mais difícil. [Aplausos.] •

## ESPECIAL:

WARREN BUFFETT

BERKSHIRE HATHAWAY, OMAHA

É com satisfação que trazemos trechos da carta introdutória do relatório de 2010 da Berkshire Hathaway (protegida por direitos autorais). Aproveite a leitura.



Entramos em 2008 com caixa de US\$ 44,3 bilhões e, desde então, retivemos lucros operacionais de US\$ 17 bilhões. Todavia, no fim de 2009, nosso caixa tinha caído para US\$ 30,6 bilhões (com US\$ 8 bilhões destinados para a aquisição da BNSF<sup>1</sup>). Colocamos bastante dinheiro para trabalhar durante o caos dos últimos dois anos. Foi um período ideal para investidores: um clima de medo é seu melhor amigo. Aqueles que investem apenas quando os comentaristas estão otimistas acabam pagando um preço alto por um consenso inexpressivo. No fim, o que conta em investimentos é o que se paga por um negócio — por meio da compra de um pequeno pedaço dele no mercado acionário — e quanto esse negócio lucra nos dez ou vinte anos subsequentes.



### Uma verdade inconveniente (euforia na sala do conselho)

No ano passado, nossas subsidiárias efetuaram algumas pequenas aquisições “bolt-on”<sup>2</sup>, pagas com caixa, mas nossa fenomenal aquisição da BNSF exigiu que emitíssemos cerca de 95.000 ações da Berkshire, correspondentes a 6,1% daquelas em circulação anteriormente. O prazer que eu e o Charlie sentimos com a emissão de ações da Berkshire é equivalente ao de quando nos preparamos para um exame de colonoscopia.

A razão de nosso desgosto é simples. Se não sonharíamos em vender a Berkshire inteira pelo preço atual de mercado, por que diabos deveríamos “vender” uma parte significativa pelo mesmo preço inadequado, por meio da emissão de ações em uma fusão?

Quando avaliam uma oferta para permuta de ações, os acionistas compreensivelmente focam no preço de mercado das ações que receberão em troca. Mas também esperam que a transação lhes entregue o valor *intrínseco* de suas próprias ações — a que estão renunciando. Se as ações de uma potencial compradora estão sendo negociadas abaixo de seu valor intrínseco, é

<sup>1</sup> Burlington Northern Santa Fe (empresa ferroviária). Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos na tradução.

<sup>2</sup> Termo, utilizado no meio de private equity, que se refere à aquisição de uma empresa que naturalmente se “encaixa” na estratégia da adquirente e lhe agrega valor por trazer consigo vantagem de custo, nova linha de produtos ou inovação tecnológica.

impossível para essa compradora realizar uma transação sensata pagando com essas ações. Simplesmente, não se pode trocar ações subavaliadas por outras devidamente precificadas sem se prejudicar os acionistas.

Imaginem Empresa A e Empresa B, ambas com o mesmo tamanho e negócios que intrinsecamente valem US\$ 100 por ação. Em ambos os casos, contudo, as ações são vendidas no mercado por US\$ 80. O diretor-executivo de A, que tem muita confiança e pouca inteligência, oferece 1,25 ações de A por cada ação de B, corretamente dizendo aos conselheiros de sua empresa que B vale US\$ 100 por ação. O que ele deixa de explicar, no entanto, é que o que está entregando custará a seus acionistas US\$ 125 por ação em valor intrínseco. Se os conselheiros também forem matematicamente limitados e, portanto, a negociação for concluída, os acionistas de B acabarão possuindo 55,6% dos ativos incorporados de A & B, e os acionistas de A possuirão 44,4%. Cabe ressaltar que nem todos em A são perdedores nessa transação despropositada. O diretor-executivo agora administra uma empresa com o dobro do tamanho de seu domínio original, em um mundo em que tamanho tende a ser correlacionado tanto com prestígio como com remuneração.

Se as ações da adquirente estão sobreavaliadas, a história é diferente: usá-las como moeda é vantagem para a adquirente. É por isso que bolhas em várias áreas do mercado acionário invariavelmente resultam em emissões de ações em série por promotores espertos. Utilizando o valor de mercado de suas ações, podem pagar a mais porque estão, de fato, servindo-se de dinheiro falsificado. Periodicamente, acontecem muitas aquisições em que ativos são pagos com ar, com o fim dos anos 60 tendo sido um período particularmente obscuro para essa malandragem. De fato, certas grandes empresas foram construídas dessa maneira. (Ninguém envolvido, claro, jamais admitiu publicamente a realidade do que está acontecendo, embora haja muita gozação a portas fechadas).

Em nossa aquisição da BNSF, os acionistas vendedores avaliaram, apropriadamente, que nossa oferta deveria ser de US\$ 100 por ação. O custo para nós, contudo, era um tanto mais alto já que 40% dos US\$ 100 foram entregues em ações de nossa empresa, que eu e o Charlie acreditávamos valer mais do que seu preço de mercado. Felizmente, já possuíamos fazia tempo uma quantia substancial de ações da BNSF, comprada a dinheiro no mercado. Portanto, apenas cerca de 30% de nosso custo total foi pago com ações da Berkshire.

No final das contas, eu e o Charlie decidimos que a desvantagem de pagar 30% do preço com ações foi compensada pela oportunidade que a aquisição nos deu para empregar US\$ 22 bilhões de caixa em um negócio que compreendemos e gostamos para o longo

prazo. Tinha a virtude adicional de ser gerida por Matt Rose, por quem sentimos confiança e admiração. Também gostamos da perspectiva de, ao longo dos anos, investir bilhões adicionais a taxas de retorno aceitáveis. Mas nossa decisão final foi por pouco. Se tivesse sido necessário utilizar mais ações para efetuar a aquisição, ela não teria feito sentido. Estaríamos então entregando mais do que estaríamos recebendo.

\*\*\*\*\*

Já estive em dúzias de reuniões de conselho em que aquisições foram deliberadas, muitas vezes com os conselheiros sendo instruídos por banqueiros de investimento altamente remunerados (existe outro tipo?). Invariavelmente, os banqueiros dão ao conselho uma avaliação detalhada do valor da empresa sendo comprada, com ênfase no porquê vale muito mais do que seu preço de mercado. Em mais de 50 anos como membro de conselhos, contudo, nunca ouvi os banqueiros de investimento (ou as administrações!) discutirem o valor verdadeiro do que está sendo *entregue*. Sempre que a negociação envolve emissão de ações pela adquirente, simplesmente utilizam o valor de mercado para medir o custo. *Entretanto, caso a oferta fosse para a aquisição de sua própria empresa, eles argumentariam que o preço de negociação de suas ações era altamente inadequado — de forma alguma indicador de seu valor real.*

Quando ações são a moeda contemplada em uma aquisição e quando conselheiros escutam um *advisor*, parece-me que há uma única maneira de se obter uma discussão racional e balanceada. Os conselheiros deveriam contratar um segundo *advisor* para apresentar as razões *contra* a aquisição proposta, com seu honorário dependente de a negociação *não* se concretizar. Tirando esse recurso drástico, nossa recomendação com respeito à utilização de *advisors* continua a ser: “Não pergunte ao barbeiro se você precisa de um corte de cabelo.” ●