

O MAIS IMPORTANTE PARA O INVESTIDOR

Copyright da tradução e desta edição © 2020 by Edipro Edições Profissionais Ltda.

Título original: *The Most Important Thing*. Publicado originalmente nos Estados Unidos em 2011 pela Columbia University Press. Traduzido com base na 1ª edição.

Todos os direitos reservados. Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida de qualquer forma ou por quaisquer meios, eletrônicos ou mecânicos, incluindo fotocópia, gravação ou qualquer sistema de armazenamento e recuperação de informações, sem permissão por escrito do editor.

Grafia conforme o novo Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa.

1ª edição do e-book, 2020.

Editores: Jair Lot Vieira e Maíra Lot Vieira Micales

Coordenação editorial: Fernanda Godoy Tarcinalli

Produção editorial: Carla Bitelli

Edição de textos: Marta Almeida de Sá

Assistente editorial: Thiago Santos

Preparação de texto: Thiago de Christo

Revisão: Cátia de Almeida

Revisão técnica: Kátia Lopes Kazedani e Bruno Nunes Medeiro

Diagramação: Estúdio Design do Livro

Adaptação da capa da edição original: Marcela Badolatto

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Marks, Howard.

O mais importante para o investidor [livro eletrônico] : Lições de um gênio do mercado financeiro / Howard Marks ; prefácio de Henrique Bredda ; tradução de Daniel Moreira Miranda. – São Paulo : Edipro, 2020.

1,5 Mb ; e-pub

Título original: *The Most Important Thing*.

ISBN 978-65-5660-021-5 (e-pub)

ISBN 978-65-5660-020-8 (impresso)

1. Análise de investimentos 2. Investimentos I. Bredda, Henrique. II. Título.

20-47257

CDD-332.6

Índice para catálogo sistemático:

1. Investimentos : Economia 332.6



Bibliotecária Cibele Maria Dias CRB-8/9427



edipro

São Paulo: (11) 3107-7050 • Bauru: (14) 3234-4121

www.edipro.com.br • edipro@edipro.com.br

 @editoraedipro  @editoraedipro

*Para Nancy, Jane e Andrew,
com todo o meu amor.*

Sumário

Prefácio, *por Henrique Bredda*

Introdução

1. O mais importante é... o pensamento de segundo nível
2. O mais importante é... entender a eficiência do mercado (e suas limitações)
3. O mais importante é... o valor
4. O mais importante é... a relação entre preço e valor
5. O mais importante é... entender o risco
6. O mais importante é... reconhecer o risco
7. O mais importante é... controlar o risco
8. O mais importante é... estar atento aos ciclos
9. O mais importante é... estar ciente do pêndulo
10. O mais importante é... combater as influências negativas
11. O mais importante é... o ponto de vista contrário
12. O mais importante é... encontrar pechinchas
13. O mais importante é... o oportunismo paciente

14. O mais importante é... saber o que não sabemos
15. O mais importante é... entender nossa posição
16. O mais importante é... apreciar o papel da sorte
17. O mais importante é... investir de forma defensiva
18. O mais importante é... evitar armadilhas
19. O mais importante é... agregar valor
20. O mais importante é... juntar tudo

Prefácio

A arte de escolher ações de empresas para investir, como diz Charlie Munger, é um subproduto de algo muito maior: conhecimento sobre o mundo ou, melhor dizendo, em inglês, *worldly wisdom*. Quem deseja desenvolver-se na atividade de investimentos, cedo ou tarde, descobre que se trata de uma jornada sem fim em busca de conhecimento — sobre o mundo — e, sobretudo, uma eterna busca de autoconhecimento.

Por onde começar essa busca? O que temos de estudar? Quais livros temos de ler? Qual a bibliografia recomendada? A resposta mais fácil seria dizer “leia tudo”, sobre qualquer assunto, o tempo todo. Charlie Munger já disse “Em toda a minha vida, nunca vi pessoas sábias que não lessem o tempo todo — nenhuma, zero. Vocês ficariam espantados com o tanto que o Warren lê e o quanto eu leio.”

Mas “ler tudo sobre qualquer assunto”, apesar de ser a resposta mais honesta, pode ser transformado, a princípio, em “ler algumas coisas muito importantes”, e, depois, ampliar o leque de conhecimento e se aprofundar o máximo que puder nos temas de maior interesse. Na minha busca por conhecimento, dividi a tarefa em duas partes: adquirir experiência prática trabalhando sempre ao lado de pessoas talentosas, disciplinadas e as quais eu admiro (atividade em que tive muita sorte) e ler os livros certos. Eu gostaria de encurtar a jornada de aprendizado. Mas como fazer isso? Como ler um livro que

vale por dez? E outro que vale por vinte? Se eu conseguisse esse atalho, poderia acelerar o aprendizado. Contudo, quais livros seriam esses que valem por muitos? Como selecionar os livros mais efetivos? Pensei em uma estratégia para achar esses livros.

Meu grande norte são os meus ídolos. Desde quando comecei a me interessar por investimentos, a cada nova pesquisa, em cada notícia ou em cada livro que eu lia, novos heróis surgiam. Warren Buffett foi o início de tudo. Começou aos poucos. Em 2006, quando tivemos a notícia sobre a doação gigantesca de 30 bilhões de dólares da fortuna do Buffett para a fundação Melinda Gates, houve grande publicidade nas mídias focadas em investimentos. Lembro-me de ter visto a notícia no canal da Bloomberg. Aquele simpático investidor me chamou muito a atenção. (Como ele acumulou 30 bilhões de dólares só investindo? Esse simpático senhor deve ser bom em investimentos!) Nos anos seguintes, reparei que, nos dias do meu aniversário, havia várias reportagens longas sobre aquele simpático senhor, também aniversariante do dia 30 de agosto. Uma coisa levou a outra, e lá estava eu lendo reportagens sobre esse grande investidor e frases dele. Profissionalmente, eu já trabalhava como analista de empresas, e cada nova frase ou novo livro sobre o Buffett, além de ser uma delícia de ler, me dava mais certeza de qual caminho profissional eu deveria trilhar.

No entanto, o grande estalo para começar a definir o estilo de investimento ao qual eu mais me identifico veio de um texto chamado “A arte de investir em ações”, de Charlie Munger, o lendário sócio de Warren Buffett na Berkshire Hathaway. São cerca de dezoito páginas de transcrição de um discurso de Charlie para um grupo de estudantes, no qual argumenta que, para se desenvolver nessa arte de investimento em ações, é necessário dominar alguns poderosos modelos mentais. Não todos, mas os fundamentais. É preciso conhecer os principais conceitos de contabilidade, matemática,

história, psicologia, biologia evolutiva (darwinismo, adaptabilidade), entre outros. Esse texto me despertou a necessidade urgente de ler mais, muito mais. Felizmente, ao ler o livro dedicado a Charlie Munger, *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, que mais se parece com um livro de arte de tão pesado e ilustrado, reparei que, no final, Charlie recomenda cinquenta livros que ele considera essenciais, variando de Física a Biologia, passando pela história dos escoceses, por psicologia, biografias de Warren Buffett e Benjamin Franklin (grande ídolo e modelo de Munger).

Pronto, meu mapa estava bem mais nítido. Se você tem ídolos, tente saber o que eles leram, o que estudaram, como aprenderam o que sabem e quais atitudes os levaram a se tornar o seu ídolo. Ao ir atrás de cada livro, novos autores surgiam, novos e ilustres investidores (até então desconhecidos por mim) apareciam: Benjamin Graham, Seth Klarman, Walter Schloss, Martin Whitman, Philip Fisher, Peter Lynch, e um que, imediatamente, me chamou muito a atenção: Howard Marks.

Nas minhas buscas na Amazon, ranqueando os livros com as melhores notas e avaliações, o livro *O mais importante para o investidor* logo se destacou. Intrigado com o pretensioso título, comprei-o sem saber quem era, de fato, Howard Marks. Quando vi que Joel Greenblatt, atual grande referência em *value investing* na Columbia Business School, Jeremy Grantham, o estrategista e CIO do grupo de investimentos GMO (que publicou uma grande quantidade de artigos sobre investimentos), Seth Klarman, autor do famoso livro *Margin of Safety* e presidente/gestor do The Baupost Group, John Bogle, fundador da Vanguard Group e pai dos investimentos passivos, e o próprio Warren Buffett estavam elogiando Howard Marks, percebi que tinha nas minhas mãos mais uma excelente leitura.

Entretanto, era bem mais do que isso. O livro *O mais importante para o investidor* não tem a pretensão de ser um guia completo sobre

investimentos, mas, a meu ver, acabou se tornando praticamente isso. Esta obra é o mais próximo do que você vai encontrar de um guia completo sobre os mais variados assuntos que envolvem investimento: psicologia do investidor, a diferença entre preço e valor, entendimento, reconhecimento e controle de risco e, o que mais chamou minha atenção, ciclos de mercado.

Muitos temas que aparecem no livro já foram exaustivamente estudados por outros investidores, mas foi na explicação sobre ciclos de mercado que encontrei a maior novidade.

Benjamin Graham introduziu a ideia de que a ação representa uma fatia patrimonial de uma empresa, e como tal esse ativo deve ser tratado. No famoso capítulo 8 do livro *O investidor inteligente*, Ben Graham fala sobre o “senhor mercado”, um senhor bipolar que muda de opinião sobre o preço dos ativos conforme o humor do dia. É o começo do entendimento de que o mercado acionário se trata, literalmente, de um local onde pessoas comercializam fatias de empresas. É uma peixaria, uma central de abastecimento. Mas, em vez de se comercializarem peixes ou frutas e verduras, negociam-se fatias patrimoniais de companhias de capital aberto. Ninguém é obrigado a vender ou comprar uma fatia de uma empresa por um preço que não queira. O mercado está lá para servi-lo, e não obrigá-lo.

Walter Schloss, simples, humilde, extremamente consistente e um dos alunos mais longevos de Benjamin Graham, nunca fez faculdade, mas fez o curso de Ben Graham à noite e levava muito a sério a disciplina de adquirir por um preço baixo algumas frações de empresas. Seu grande raciocínio estava em calcular o valor dos ativos da empresa. Pensar na empresa como um ativo real, tão tangível como uma fazenda, um terreno ou uma reserva de petróleo, e não como um múltiplo do lucro corrente. Essa filosofia dava a paz de espírito necessária para que Schloss pudesse fazer excelentes investimentos. Lucros são muito voláteis, mas o valor das empresas nem tanto. Se sua

fazenda dá um lucro quatro vezes menor do que no ano anterior, ela não passa a ter um valor justo imediatamente quatro vezes menor também. Há circunstâncias temporárias que afetam o lucro corrente de uma empresa, mas o valor justo dela depende de um fluxo de caixa futuro muito maior do que o lucro corrente.

Warren Buffett é muito vocal sobre longo prazo, sobre a diferença entre preço e valor, paciência, e sobre o poder dos juros compostos quando se investe em excelentes negócios. É interessante notar a evolução de Warren Buffett, mudando da fase 1, quando ele comprava praticamente qualquer tipo de negócio, desde que o preço estivesse substancialmente abaixo do valor justo, valor este praticamente visível a olho nu, evidenciado pela quantidade de dinheiro no caixa da empresa, dos ativos da companhia, ou na soma dos ativos líquidos (ativo menos o passivo). Era o *Cigar Butt Investing*, na alusão às bitucas de charuto que as pessoas descartavam nas arquibancadas das corridas de jóquei, e que ainda rendiam algumas tragadas para quem se interessasse em pegá-las no chão para acendê-las. Na fase 2, sob a influência de Charlie Munger, seu sócio, Warren Buffett muda para a procura de excelentes negócios, empresas com marcas reconhecidas, fluxo de caixa resiliente e que sejam à prova de administradores incompetentes. Coca-Cola foi a grande representante dessa mudança de estilo, embora a filosofia tivesse se iniciado com a See's Candies.

Charlie Munger é o investidor filósofo, insistente sobre temas relacionados a psicologia do investidor e nossas falhas cognitivas, que nos levam a tomar decisões irracionais. Foi ele quem convenceu Buffett sobre a superioridade de *performance* das excelentes empresas. Munger, quando foi perguntado certa vez sobre como se definiria, não titubeou: “sou uma pessoa racional”.

Seth Klarman foca na margem de segurança e nos ativos extremamente descontados. É o investidor de valor clássico, indo atrás dos ativos.

Philip Fisher descreve com precisão o que procura numa empresa, dando ênfase à capacidade de a empresa continuar crescendo por muitos anos seguidos. O famoso Método Scuttlebutt, com uma sequência de quinze perguntas essenciais para avaliar e descobrir empresas lucrativas para investir, é uma verdadeira aula de como analisar e concluir se a empresa é ou não uma excelente alternativa de investimento. Como curiosidade, Warren Buffet se autodefine como sendo 85% Benjamin Graham e 15% Philip Fisher. Particularmente, acredito no contrário. Pelos investimentos da Berkshire Hathaway, parece-me que Buffett começou de fato 85%-15%, mas foi se tornando cada vez mais 15%-85% com o tempo. Já Peter Lynch fala e escreve muito bem sobre o quão acessível e factível é, para as pessoas comuns, investir em ações. Se as pessoas focassem em negócios que já conhecem por conviver no dia a dia, seja a empresa de cadeia de lojas que vendem seus produtos preferidos ou aquele fabricante de sua sobremesa predileta ou de seu carro preferido, teriam uma capacidade superior de análise. Por que analisar aquela empresa que você nunca visitou, que fabrica aquele produto que você nunca consumiu, se você pode parar para analisar aquele administrador de *shopping center* que você frequenta, de que gosta e do qual conhece os lojistas?

Todos os grandes investidores, referências, anteriormente mencionados, de uma forma ou de outra focam na empresa, na sustentabilidade de longo prazo de suas operações, nas vantagens competitivas, nas barreiras de entrada, na diferença entre preço e valor e na análise psicológica dos investidores e de nossas falhas cognitivas, que nos levam a tomar decisões irracionais.

Apesar de comum e bem explorado por praticamente todos os investidores autores, como podemos ver no breve resumo apresentado, a relação entre preço e valor e a determinação do valor em si também são exploradas por Howard Marks em dois capítulos. Essa relação é a coluna vertebral de qualquer investidor de valor. A

frase é do escritor irlandês Oscar Wilde, mas pode ser usada para descrever a maioria dos participantes de mercado: “Atualmente, as pessoas sabem o preço de tudo e o valor de nada.”.

O único tema que não é discutido pelos investidores fundamentalistas, e muitas vezes criticado por eles como sendo uma perda de tempo, são os ciclos de mercado. Essa foi a grande novidade, pelo menos para mim, trazida por Howard Marks.

Um simples parágrafo do livro *O mais importante para o investidor* me ajudou muito a entender o que estávamos observando no Brasil no final de 2015. Aquele nível de preços me remeteu imediatamente a Howard Marks. Quando li o trecho em que ele diz que “[...] devemos lembrar que quase tudo é cíclico. Mesmo tendo algumas poucas certezas, sei que as seguintes afirmações são verdadeiras: ao final, os ciclos sempre prevalecem. Nada caminha para sempre em uma só direção. As árvores não crescem até o céu. Poucas coisas chegam a zero. Quase nada é tão perigoso para a saúde dos investidores quanto a insistência em extrapolar os eventos atuais para o futuro”, isso imediatamente me acendeu o sinal de alerta de que estávamos próximo ao fundo do poço ou exatamente no fundo. Vários investidores, num consenso raro, imaginavam que o Brasil estava caminhando inevitavelmente para se tornar uma próxima Venezuela. Ativos iriam “para zero”. Estavam extrapolando “os eventos atuais para o futuro”. Com essa ideia em mente, aliada ao tradicional método de calcular o valor justo dos ativos, formamos a convicção de que estávamos perto de um limite de baixa dos preços. Ter “ouvido” Howard Marks foi extremamente rentável.

O livro também aborda todos os outros temas que são objetos de reflexão por boa parte dos mais renomados investidores fundamentalistas que eu havia estudado. O tema psicologia do investidor, pensamento de segundo nível, é muito presente no primeiro capítulo; chama a atenção com exemplos práticos sobre os

problemas que surgem quando pensamos convencionalmente. Raciocínios convencionais trazem resultados convencionais. Hoje é muito comum o tema “finanças comportamentais”. Daniel Kahneman, Dan Ariely, entre outros, popularizaram ainda mais o tema, evidenciando os vieses irracionais que atrapalham a nossa tomada de decisão em várias situações, não só investimentos. Howard Marks deixa esse tema bem prático para o investidor. A primeira conclusão, aquela óbvia, pode não ser a correta. Se for óbvia para todos os investidores, já não será óbvia.

A humildade com que Howard Marks reconhece alguns poderosos conceitos sobre a teoria dos mercados eficientes, sem deixar de pontuar suas limitações, é reconfortante. Jogar na lata do lixo o CAPM¹ ou segui-lo às cegas pode ser igualmente ruim para seus investimentos. Reconhecer que o mercado é razoavelmente eficiente, e, quanto mais longo o seu horizonte de investimento, mais eficiente o mercado tende a ser, é uma ideia poderosa.

O tema mais presente neste livro e que talvez seja o de maior utilidade para os investidores já profissionais é sobre risco: entendimento, reconhecimento e controle. A maioria dos meus maiores erros como investidor veio de falhas ao lidar com o risco. Ter a constante ciência de que risco significa que podem acontecer mais coisas do que as que vão acontecer é uma poderosa ferramenta para avaliar se o seu portfólio aguenta o choque de eventos dramaticamente improváveis.

O ponto mais alto do livro, surgindo como a grande novidade entre os melhores investidores fundamentalistas que conhecia, é sobre os ciclos, explorado em dois capítulos.

Tanto Howard Marks como meu grande herói e sócio Luiz Alves Paes de Barros já disseram, em situações diferentes, que, quanto mais tempo se passa no mundo dos investimentos, mais se aprecia a natureza cíclica de tudo. O envolvimento das pessoas é a razão básica

para o comportamento cíclico do mundo. Tudo passa por ciclos de crescimento e declínio, ascensão e queda: as economias, os mercados e as empresas.

Numa oportunidade, perguntado sobre a razão de se pensar em ciclos, assim como Howard Marks, Luiz Alves respondeu: “E por acaso existe alguma outra forma de pensar nos preços de mercado no longo prazo que não em ciclos?”.

O livro não tem a pretensão de ensinar tudo sobre investimentos, mas ao final você descobrirá que a leitura abordou praticamente todos os assuntos. É de fato um guia extraordinário para direcionar os investidores nos mais diversos aspectos dessa atividade de investir — parte arte, parte ciência.

O livro ensina quase tudo. Quase. Em uma de suas viagens ao Brasil, meu amigo doutor Luiz Carlos Vasconcellos de Moraes Junior (o qual tive o privilégio de conhecer por causa de nosso interesse mútuo na obra de Howard Marks) teve a oportunidade, ao final de uma palestra, de fazer a seguinte pergunta direta para Howard: “Se basta seguir suas regras para que uma pessoa possa investir razoavelmente bem, por que as pessoas não aprendem?”.

Howard Marks respondeu: “Podemos ensinar tudo sobre basquete para uma pessoa. Podemos ensiná-la a arremessar, passar a bola, correr; podemos ensinar as regras. Ensinaamos tudo, só não podemos ensinar a pessoa a ser alta. E, para jogar basquete, altura é fundamental.”.

A altura do jogador de basquete é o temperamento para o investidor de empresas. Sem o temperamento adequado, você pode ter problemas. Mas, se você tem o temperamento, com uma boa dose de paciência, disciplina e capacidade de pensar de forma independente das outras pessoas, este livro o tornará um investidor mais completo.

Se você tem ídolos, descubra o que eles leram, estudaram, como aprenderam o que sabem e quais atitudes os levaram a tornar-se seus

ídolos. Com esse mapa na mão, comece a trilhar essa mesma escalada. A aventura será somente sua, assim como cada queda, aprendizado e cicatriz, mas a vista quando atingir o pico será igualmente linda.

O livro *O mais importante para o investidor* é uma parte imprescindível desse mapa. A seguinte frase de Mark Twain resume muito bem a filosofia de investimentos de Howard Marks: “A história não se repete, mas rima.”.

Henrique Bredda

SÓCIO DA GESTORA ALASKA ASSET MANAGEMENT.
ENGENHEIRO PELA ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE
DE SÃO PAULO (USP) E UM DOS INVESTIDORES DE MAIOR
RENOME DO MERCADO NACIONAL.

Introdução

Nos últimos vinte anos, escrevi memorandos ocasionais aos meus clientes, primeiro na Trust Company of the West e depois na Oaktree Capital Management, a empresa cofundada por mim em 1995. Utilizo-os para definir minha filosofia de investimentos, explicar o funcionamento das finanças e oferecer minha opinião sobre acontecimentos recentes. Esses documentos formam a essência deste livro, e você encontrará passagens de muitos deles nas próximas páginas; acredito que hoje as lições contidas neles sejam tão úteis quanto eram na época em que foram redigidos. Fiz algumas pequenas modificações para poder integrá-los ao livro; principalmente para que a mensagem de cada um ficasse mais clara.

O que, exatamente, é “o mais importante”? Para responder a essa pergunta, em julho de 2003, escrevi um memorando com o mesmo título, reunindo os elementos que, do meu ponto de vista, eram essenciais para um bom investimento. Começava assim: “Quando me encontro com clientes efetivos ou prospectivos, percebo que digo de forma repetitiva que a coisa mais importante é X; e, então, dez minutos depois, digo que a coisa mais importante é Y. Logo em seguida, digo que é Z, e assim por diante.”. Ao final, o memorando insere-se na discussão de dezoito coisas “mais importantes”.

Desde a elaboração daquele documento original, fiz ajustes nas coisas que considero “mais importantes”, mas a ideia fundamental

não mudou: *todas* são importantes. O bom investimento requer atenção criteriosa a diversos aspectos distintos ao mesmo tempo. Omita qualquer um deles e, provavelmente, o resultado não chegará a ser nem mesmo satisfatório. Por esse motivo, o livro foi elaborado em torno da ideia das coisas mais importantes — cada uma delas é um tijolo daquilo que acredito ser uma parede sólida, e nenhuma delas é dispensável.

A proposta deste livro não está concentrada na produção de um manual sobre como investir. Esta obra é mais uma declaração sobre minha filosofia de investimentos, que considero ser meu credo e tem servido a mim como uma religião no curso da minha carreira. Essas são as coisas em que acredito, as sinalizações que indicam o caminho a ser seguido. Considero que as mensagens deste livro são as mais duradouras. Acredito plenamente que elas continuarão sendo relevantes.

Este não é um livro didático. Não há receita infalível para um bom investimento. Não ofereço instruções passo a passo. Não há nenhuma fórmula de avaliação contendo constantes matemáticas ou proporções fixas — na verdade, pouquíssimos números. Ofereço uma forma de pensar que pode ajudá-lo a tomar decisões acertadas e, talvez mais importante, evitar armadilhas que capturam tantas pessoas.

Meu objetivo não é simplificar o ato de investir. Na verdade, quero deixar bastante claro que investir é um ato muito complexo. Aqueles que tentam simplificá-lo prestam um grande desserviço ao seu público. Vou me limitar às ideias gerais sobre retorno, risco e processo; toda vez que discuto sobre classes específicas de ativos e táticas, faço apenas para exemplificar meu ponto de vista.

Um pouco sobre a organização do livro. Mencionei antes que o bom investimento envolve a atenção criteriosa e simultânea a muitas áreas. Se fosse possível, eu discutiria todas elas ao mesmo tempo. Mas, infelizmente, as limitações da linguagem me forçam a atender um

tópico por vez. Assim, para estabelecer nosso espaço de atuação, começo com uma discussão sobre o ambiente do mercado em que os investimentos são realizados. Em seguida, passo a discutir os investidores e os elementos que afetam o êxito ou o fracasso de seus investimentos e as ações que podem ser tomadas para melhorar suas chances. Os capítulos finais têm caráter de resumo, apresentam-se como uma tentativa de reunir essas duas ideias. Embora minha filosofia seja de algo integral, alguns conceitos são relevantes para mais de um capítulo — por isso, peço aos leitores paciência quando notarem repetições.

Espero que considerem o conteúdo deste livro original, instigante e, talvez, até controverso. Se alguém me disser algo como “gostei muito do seu livro, ele confirma tudo o que eu já li até agora”, sentirei que fracasso em minha tentativa. Meu objetivo é compartilhar ideias e formas de pensar sobre tópicos de investimentos que ainda sejam desconhecidos para o leitor. Seis palavrinhas me elevariam: “eu nunca pensei nisso dessa forma”.

Notem que passo mais tempo discutindo risco e as formas de limitá-lo do que como obter retorno dos investimentos. A meu ver, o aspecto mais interessante, desafiador e essencial de um investimento é o risco.



Quando clientes em potencial querem entender o que faz a Oaktree funcionar bem, eles costumam perguntar sobre as nossas principais estratégias de sucesso. Minha resposta é simples: uma filosofia de investimento eficaz, desenvolvida e aprimorada ao longo de mais de quatro décadas e implementada de um modo consciente por indivíduos altamente qualificados que possuem cultura e valores compartilhados.

De onde vem uma filosofia de investimento? Se há algo que posso

afirmar categoricamente é que ninguém inicia sua carreira de investimentos com uma filosofia já amadurecida. Ela é a soma de muitas ideias acumuladas, derivadas de múltiplas fontes no decorrer de um longo período. Não é possível desenvolver uma filosofia eficaz sem ter sido exposto às lições da vida. Eu tive muita sorte com experiências enriquecedoras e lições profundas.

O tempo que passei em duas grandes faculdades de administração me ofereceu uma combinação muito eficaz e provocativa: elementos básicos e instrução qualitativa no período pré-teórico de minha graduação na Wharton School (University of Pennsylvania) e uma educação teórica e quantitativa na pós-graduação na University of Chicago. Contudo, determino como mais importante, antes mesmo dos fatos e processos específicos assimilados, estar exposto às duas principais escolas de pensamento sobre investimentos e ter de refletir sobre como reconciliá-las e transformá-las em uma abordagem própria.

É importante dizer que uma filosofia como a minha nasce quando passamos pela vida com os olhos abertos. É preciso estar atento aos acontecimentos do mundo e aos resultados desses eventos. Somente assim se adquire a capacidade de praticar as lições aprendidas sempre que circunstâncias semelhantes surgirem. Não conseguir fazer isso é o que — mais do que qualquer outra coisa — condena a maioria dos investidores a serem vítimas constantes de um ciclo de altos e baixos.

Gosto de afirmar que, “quando não conseguimos o que queríamos, ganhamos experiência”. Os bons tempos ensinam apenas lições ruins, isto é, que investir é fácil, que conhecemos os segredos dos investimentos e que não precisamos nos preocupar com os riscos. As lições mais valiosas são aprendidas em tempos difíceis. Nesse sentido, tive “sorte” de ter passado por alguns momentos assim: a crise do petróleo, a estagflação, o colapso das *Nifty Fifty* (as cinquenta ações mais atraentes) e a “morte das ações” (*death of equities*) na década de

1970; a segunda-feira negra de 1987, quando o Índice Industrial Dow Jones perdeu 22,6% de seu valor em um único dia; o aumento das taxas de juros de 1994, que colocou instrumentos de dívida sensíveis à taxa em queda livre; a crise do mercado emergente, a inadimplência russa e o colapso do fundo de investimento *Long-Term Capital Management* (LTCM) em 1998; o estouro da bolha da internet (ou bolha das empresas “ponto com”) em 2000-2001; os escândalos contábeis de 2001-2002; e a crise financeira mundial de 2007-2008.

A década de 1970, período em que surgiram muitos desafios, foi particularmente importante para minha formação. Conseguir um emprego na área de investimentos nessa época era praticamente impossível, pois, para obter experiência na área durante esse período, era preciso estar empregado no ano anterior. Quantas pessoas que começaram nos anos 60 ainda estavam trabalhando na época em que ocorreu a bolha da internet, no final dos anos 90? Não muitas. A maioria dos investidores profissionais havia começado a trabalhar na década de 1980 ou 1990 e não sabia que o mercado era capaz de sofrer uma queda que superasse 5%, a maior observada entre 1982 e 1999.

Quando lemos muito, aprendemos com pessoas cujas ideias merecem ser publicadas. Para mim, os textos de mais importância foram: o grande artigo de Charley Elli, “The loser’s game” (O jogo dos perdedores), no *The Financial Analysts Journal*, julho-agosto de 1975; de John Kenneth Galbraith, *A short story of financial euphoria* (Um conto sobre euforia financeira), Nova York, Viking, 1990; e de Nassim Nicholas Taleb, *Foiled by randomness* (Iludido pelo acaso), Nova York, Texere, 2001. Estes exerceram bastante influência sobre minha maneira de refletir.

Por fim, fui afortunado por aprender diretamente com alguns excelentes pensadores: sobre as falhas humanas, com John Kenneth Galbraith; sobre paciência e pontos de vista contrários, com Warren Buffett; Charlie Munger me ensinou sobre a importância das

expectativas razoáveis; Bruce Newberg, sobre “probabilidade e resultado”; Michael Milken, sobre o risco consciente; e Ric Kayne, sobre a criação de “armadilhas” (oportunidades de investimento subestimadas em que é possível ganhar muito sem perder muito). Também lucrei ao me associar a Peter Bernstein, Seth Klarman, Jack Bogle, Jacob Rothschild, Jeremy Grantham, Joel Greenblatt, Tony Pace, Orin Kramer, Jim Grant e Doug Kass.

A verdade é que fui exposto a todos esses elementos de forma consciente, podendo combiná-los em uma filosofia de investimentos que tem gerado lucros para minhas empresas — e, portanto, para os clientes — por muitos anos. Embora não seja a única filosofia possível — há muitas maneiras de acertar um alvo —, funcionou para nós.

Apresso-me a salientar que ela não teria muito significado se não fosse implementada de forma qualificada pelos incríveis cofundadores da Oaktree — Bruce Karsh, Sheldon Stone, Larry Keele, Richard Masson e Steve Kaplan —, com os quais tive a sorte de me unir entre 1983 e 1993. Convenci-me de que nenhuma ideia pode ser melhor do que a ação tomada sobre ela, e isso é especialmente verdadeiro no mundo dos investimentos. A filosofia que compartilho aqui não teria atraído atenção se não considerasse as realizações desses parceiros e de outros colegas da Oaktree.

1

O mais importante é... o pensamento de segundo nível

A arte do investimento tem uma característica que não costuma ser apreciada. Um resultado admirável, mesmo que não muito espetacular, pode ser alcançado pelo investidor leigo com um mínimo de esforço e capacidade; mas a melhora desse padrão facilmente atingível requer muita dedicação e muito mais do que apenas um traço de sabedoria.

BEN GRAHAM, *O INVESTIDOR INTELIGENTE*

Tudo deve ser feito da maneira mais simples possível, mas não simples demais.

ALBERT EINSTEIN

Não é para ser fácil. É estúpido quem acha fácil.

CHARLIE MUNGER

Poucos têm vocação para ser grandes investidores. Alguns podem ser ensinados, mas nem todos... E aos que *podem* ser ensinados não há como ensinar tudo. Abordagens válidas funcionam algumas vezes, não sempre. Além disso, não há como reduzir o ato de investir a um algoritmo e entregá-lo a um computador. Mesmo os melhores investidores não acertam sempre.

As razões dessas limitações são simples: não há regras que funcionem em todos os casos; o ambiente não é controlável, e as circunstâncias raramente se repetem exatamente da mesma forma. A psicologia desempenha um papel importante nos mercados, e as relações de causa e efeito, por serem muito variáveis, não são confiáveis. Uma abordagem de investimento pode funcionar por um tempo, mas chegará um momento em que as ações exigidas por ela mudarão o ambiente, revelando a necessidade de se buscar uma nova abordagem. Ademais, a eficácia de uma abordagem fica reduzida quando outras passam a imitá-la.

Investir, assim como a ciência econômica, é mais arte do que ciência. O que significa que pode causar um pouco de confusão.

Uma das coisas mais importantes a se ter em mente hoje é que economia não é uma ciência exata. É até mesmo possível que não seja uma ciência, no sentido de que, na ciência, é possível realizar experimentos controlados, replicar resultados passados com confiança e garantir a manutenção das relações de causa e efeito.

“WILL IT WORK?” (VAI DAR CERTO?), 5 DE MARÇO DE 2009

Tendo em vista que investir é, no mínimo, tanto uma arte quanto uma ciência, não tenho nenhuma intenção de sugerir — neste livro ou em qualquer outro lugar — que possamos fazer investimentos por meio de ações rotineiras. Na verdade, uma das coisas que mais quero enfatizar é a grande importância de se fazer uma abordagem de investimento intuitiva e adaptável, em vez de determinada e

mecanicista.



No fundo, tudo depende do que se pretende realizar. Qualquer um pode atingir um desempenho médio — basta investir em um fundo de índice que compra um pouco de tudo. Isso lhe dará o que é conhecido como “retorno de mercado” — simplesmente igualando-se ao mercado. Mas investidores bem-sucedidos querem mais; querem uma *performance* acima dos índices de mercado, isto é, vencer o mercado.

Acredito que esta seja a definição de investimento bem-sucedido: ter uma *performance* melhor que a do mercado e a de outros investidores. Para chegar a isso, é necessário ter boa sorte ou uma percepção excepcional. Contar com a sorte não é um grande plano, então o melhor a fazer é nos concentrarmos na percepção. No basquete dizem que é impossível treinar a altura das pessoas, querendo dizer que nenhum treinador do mundo será capaz de tornar um jogador mais alto. É quase tão difícil quanto ensinar percepção às pessoas. Como em qualquer outra forma de arte, algumas pessoas sabem investir melhor. Elas têm — ou conseguiram adquirir — aquele “traço de sabedoria” necessário de que Ben Graham trata de forma tão eloquente.

Todos querem ganhar dinheiro. Toda a economia é baseada na crença da universalidade da motivação do lucro. Assim também é o capitalismo; a motivação do lucro faz que as pessoas trabalhem de forma mais árdua e arrisquem o seu capital. A busca por lucros produziu grande parte do progresso material existente no mundo.

Porém, por causa dessa universalidade, ganhar do mercado, isto é, ter uma *performance* acima dos índices de mercado, passa a ser uma tarefa difícil. Milhões de pessoas competem por cada dólar disponível. Quem ganhará? A pessoa que estiver um passo à frente das demais. Em algumas atividades, ser o melhor significa ter mais estudos, passar

mais tempo na academia ou na biblioteca, estar mais bem nutrido, transpirar mais, ter mais resistência ou um melhor equipamento. Investir, no entanto — uma área em que essas coisas não valem muito —, é uma atividade que exige pensamento mais perceptivo... algo que chamo de pensamento de segundo nível.

Os futuros investidores podem fazer cursos de finanças e contabilidade, ler muito e, se tiverem sorte, receber mentoria de alguém com uma compreensão profunda do processo de investimento. Mas apenas alguns deles terão a percepção, a intuição, o senso psicológico de valor e a consciência excelentes que são necessários para obter resultados que estejam consistentemente acima da média. Para isso é necessário o pensamento de segundo nível.



Lembre-se de que não desejamos obter retornos médios ao investir; queremos estar acima da média. Assim, seu pensamento precisa ser melhor do que o dos outros — deve ser mais poderoso e estar em um nível mais alto. Uma vez que outros investidores podem ser inteligentes, bem informados e altamente informatizados, é preciso encontrar alguma vantagem que eles não tenham, pensar em algo a que eles não se ativeram, ver coisas que eles não conseguiram enxergar ou perceber o que eles não perceberam. É preciso reagir e se comportar de forma diferente. Em suma, estar certo pode ser uma condição necessária para o sucesso do investimento, mas não será suficiente. Você deve estar mais certo do que os outros..., que, por definição, significa que seu pensamento tem de ser diferente.

O que é pensamento de segundo nível?

- O pensamento de primeiro nível diz: “Esta é uma boa empresa, vamos comprar ações!”. O pensamento de segundo nível diz: “Esta é uma boa empresa, no entanto, todos a consideram uma grande

empresa, e ela não é. Por isso, suas ações estão superestimadas e sobrevalorizadas. Vamos vender!”.

- O pensamento de primeiro nível diz: “O cenário exige baixo crescimento e aumento da inflação. Vamos vender nossas ações!”. O de segundo nível diz: “O cenário está ruim, mas todos os outros estão vendendo porque estão em pânico. Vamos comprar!”.
- O pensamento de primeiro nível diz: “Eu acho que os lucros da empresa vão cair; venda!”. O de segundo nível diz: “Eu acho que os lucros da empresa vão diminuir menos do que as pessoas esperam, e essa boa surpresa fará as ações subirem; vamos comprar!”.

O pensamento de primeiro nível é simplista, superficial e comum a quase todas as pessoas (e isso não é um bom sinal para qualquer coisa que envolva uma tentativa de superioridade). Tudo o que o pensador de primeiro nível precisa é de uma opinião sobre o futuro, como, por exemplo, “o cenário para a empresa é favorável e, por isso, as ações subirão”.

O pensamento de segundo nível é profundo e complexo. O pensador deste nível leva muitas coisas em conta:

- Qual é a gama de prováveis resultados futuros?
- Que resultado eu acho que vai ocorrer?
- Qual é a probabilidade de eu estar certo?
- Qual é o consenso?
- Em que aspectos minha expectativa difere do consenso?
- Como o preço atual do ativo se comporta com base na visão consensual do futuro? E na minha visão?
- A psicologia de consenso que está incorporada ao preço é muito otimista ou pessimista?
- O que acontecerá com o preço do ativo se o consenso estiver certo? E se eu estiver certo?

A diferença de carga de trabalho entre o pensamento de primeiro e segundo nível é claramente gigantesca; e o número de pessoas capazes de realizar este último tipo de pensamento é pequeno em comparação ao número de pessoas capazes de realizar o primeiro tipo.

Pensadores de primeiro nível buscam fórmulas simples e respostas fáceis. Os de segundo nível sabem que investir bem é a antítese da simplicidade. Isso não quer dizer que não se encontre muita gente tentando ao máximo fazer com que investir pareça simples. Chamo algumas dessas pessoas de “mercenárias”. As corretoras tentam convencer seus clientes de que todos são capazes de investir — a 10 dólares por transação. As empresas de fundos mútuos não desejam que seus clientes sintam-se capazes para investir com sucesso; querem fazê-los acreditar que só *elas* podem. Nesse caso, coloca-se o dinheiro em fundos gerenciados ativamente e pagam-se altas taxas de administração.

Outras que simplificam são aquelas que chamo de “proselitizadoras”. Algumas são acadêmicas que dão aulas sobre investimentos, outras são praticantes bem-intencionadas que superestimam até que ponto estão no controle; acredito que a maioria não consegue determinar a soma de seus históricos, ou ignora os anos ruins, ou atribui suas perdas ao azar. Por fim, há os que simplesmente não conseguem entender a complexidade do assunto. Um comentarista convidado da estação de rádio que costumo ouvir no carro disse o seguinte: “se a sua experiência com um produto foi boa, compre ações da empresa”. Ocorre que, para ser um bom investidor, é preciso muito mais do que apenas isso.

Pensadores de primeiro nível pensam da mesma forma que outros pensadores de primeiro nível sobre os mesmos temas e, em geral, chegam às mesmas conclusões. Por definição, esse não pode ser o caminho para chegar aos melhores resultados. Não há como todos os investidores terem *performance* superior ao nível do mercado, pois,

coletivamente, eles são o mercado.

Antes de tentar competir em um mundo de investimentos de soma zero, precisamos nos perguntar se temos uma boa razão para fazer parte da metade superior. Para superar o investidor médio, precisamos ter a capacidade de pensar melhor do que o consenso. Você é capaz de fazer isso? Por que acredita nisso?



O problema é que o desempenho extraordinário nasce apenas de previsões não consensuais corretas, mas previsões não consensuais são difíceis de serem feitas de forma correta e exigem uma difícil tomada de ação. Ao longo dos anos, muitas pessoas me disseram que o quadro mostrado a seguir causou grande impacto nelas:

Não é possível fazer as mesmas coisas que os outros fazem e esperar superá-los... A não convencionalidade não deveria ser um objetivo em si, mas, sim, uma maneira de pensar. Para nos diferenciarmos dos outros, precisamos ter ideias diferentes e processá-las de forma diferente. Eu descrevo a situação em um quadro 2×2 simples:

	Comportamento convencional	Comportamento não convencional
Resultados favoráveis	Resultados bons (dentro da média)	Resultados acima da média
Resultados desfavoráveis	Resultados ruins (dentro da média)	Resultados abaixo da média

Embora nada seja tão fácil e tão claro, acredito que essa seja a situação geral. Se nosso comportamento for convencional, provavelmente atingiremos resultados convencionais — bons ou ruins. Somente se seu comportamento é não convencional, é provável que seu desempenho seja

*image
not
available*

Visto que os investidores se esforçam arduamente para avaliar cada nova informação, concordo que os preços dos ativos refletem de forma imediata a visão consensual sobre a importância das informações. No entanto, não creio que a visão consensual esteja necessariamente correta. Em janeiro de 2000, as ações do Yahoo eram vendidas a 237 dólares. Em abril de 2001, o preço era 11 dólares. Quem afirma que o mercado estava certo nas duas ocasiões estava muito distraído; em pelo menos uma dessas ocasiões o mercado estava necessariamente errado. Mas isso não significa que muitos investidores tenham conseguido detectar o erro e responder a ele.

Se, em mercados eficientes, os preços já refletem o consenso, então compartilhar a visão de consenso nos fará provavelmente ganhar apenas um retorno médio. Para vencer o mercado, deve-se ter uma visão peculiar — ou não consensual.

O ponto principal é o seguinte: mesmo que os mercados mais eficientes costumem errar na precificação dos ativos, não é fácil — quando trabalhamos com as mesmas informações que todos os outros e estamos sujeitos às mesmas influências psicológicas — manter, de modo constante, opiniões diferentes das emitidas por consenso e que, também, se aproximem mais de estar corretas. É isso que torna os mercados tradicionais terrivelmente difíceis de serem vencidos — mesmo que eles nem sempre estejam certos.

“WHAT’S IT ALL ABOUT, ALPHA?” (DO QUE SE TRATA, ALFA?), 11 DE JULHO DE 2001

O resultado mais importante da hipótese do mercado eficiente é a conclusão de que “você não pode vencer o mercado”. Além de essa conclusão estar logicamente baseada na visão de Chicago sobre o mercado, também foi reforçada por estudos sobre o desempenho dos fundos mútuos. Desses fundos, pouquíssimos se destacaram por seus resultados.

Alguém pode trazer os fundos de cinco estrelas à discussão. Leia as letras pequenas: os fundos mútuos são classificados em relação uns aos outros. As classificações não dizem nada sobre serem maiores que algum padrão objetivo, como, por exemplo, um índice de mercado.

E os célebres investidores sobre os quais ouvimos tanto falar?

*image
not
available*

sistematicamente muito mais sobre esses determinantes do que todas as outras? Provavelmente não. E, se não, então ninguém deve ser capaz de obter retornos ajustados pelo risco regularmente acima da média por meio de negociação cambial.

E os principais mercados de ações, como a Bolsa de Valores de Nova York? Aqui milhões de pessoas estão prospectando, motivadas pelo desejo de lucro. Todas possuem as mesmas informações; na verdade, um dos objetivos da nossa regulamentação de mercado é que todos devem, ao mesmo tempo, ter acesso às mesmas informações das empresas. Com milhões de pessoas fazendo análises semelhantes com base em informações semelhantes, com que frequência as ações acabam sendo mal precificadas e com que regularidade uma pessoa pode detectar erros nos preços?

Resposta: com pouca frequência e de forma pouco confiável. Mas essa é a essência do pensamento de segundo nível.

Pensadores de segundo nível sabem que, para alcançar resultados superiores, precisam ter uma vantagem em relação às informações, à análise ou a ambas. Eles estão alertas para os casos de uma percepção errônea. Meu filho, Andrew, é um investidor em ascensão; ele tem muitas ideias para realizar investimentos atraentes, todas baseadas em fatos atuais e perspectivas do futuro. Mas ele foi bem treinado. Sua primeira pergunta-teste é sempre a mesma: “Quem *não* sabe disso?”.

No vocabulário da teoria, pensadores de segundo nível confiam na *ineficiência*. O termo *ineficiência* generalizou-se nos últimos quarenta anos como contraponto à crença de que os investidores não podem vencer o mercado. Penso que descrever um mercado como ineficiente é uma maneira de dizer que ele está propenso a erros que podem ser aproveitados.

De onde vêm os erros? Vamos considerar as suposições que sustentam a teoria dos mercados eficientes:

- Se a proposta é tão boa, por que o ativo ainda não foi vendido?

Outra coisa que se deve levar em consideração: só porque existem eficiências hoje não quer dizer que sejam eternas.

Aqui o ponto principal reside no fato de a ineficiência ser condição necessária para a obtenção de retornos superiores. Tentar obter desempenho superior em um mercado perfeitamente eficiente é como um cara ou coroa: nossa melhor probabilidade é de 50%. Para que investidores estejam um passo à frente, é preciso haver ineficiências no processo subjacente — imperfeições, erros de precificação — que possam ser aproveitadas.

Mas, mesmo que tomemos sua existência como certa, isso não garante que vamos superar o mercado. Os preços nem sempre são justos, e há erros: alguns ativos estão subvalorizados; outros, sobrevalorizados. E ainda precisamos ter uma percepção maior que a dos outros investidores para que consigamos comprar regularmente mais ativos do primeiro tipo e menos do segundo. Muitas das melhores pechinchas, em qualquer momento, são encontradas naquilo que outros investidores não podem fazer ou não querem fazer. Deixemos que acreditem que mercados não podem ser vencidos. A abstenção daqueles que não se expõem cria oportunidades para quem se arrisca.



Será que a teoria do investimento, com sua noção de eficiência de mercado, equivale a uma lei física, universalmente verdadeira? Ou é apenas uma noção fantasiosa e irrelevante que deve ser ignorada? Não: é uma questão de equilíbrio — decorrente da aplicação de um senso comum bem informado. Pessoalmente, a transformação de minha trajetória como gestor de investimentos se deu quando compreendi a relevância da noção de eficiência de mercado; a partir

movimentos futuros. Em outras palavras, é um processo aleatório, semelhante ao cara e coroa. Todos sabemos que, mesmo que obtenhamos dez caras seguidas, a probabilidade de o próximo lançamento da moeda para cima resultar em cara continuará sendo de 50%. Da mesma forma, informa-nos a hipótese, o fato de o preço de uma ação ter aumentado nos últimos dez dias não nos diz nada sobre o que acontecerá amanhã.

Outra forma de confiar nos movimentos dos preços das ações no passado para obter alguma informação é um método de investimento chamado de *momentum*.¹ Ele também contraria a hipótese do passeio aleatório. Não sou capaz de defendê-lo. Como vejo, investidores que praticam essa abordagem operam sob a suposição de que podem prever a continuidade do aumento de uma ação que já estava em tendência de subida.

O método *momentum* de investimento teoricamente nos permitiria participar de um mercado que se mantém em tendência de alta, mas isso acarreta muitas desvantagens. Uma delas se refere à observação irônica do economista Herb Stein: “se algo não pode continuar para sempre, parará em algum momento”. Então, o que acontece com investidores que seguem esse método? Como essa abordagem os ajudará a vender a tempo para evitar perdas? E o que farão em mercados em queda?

Parece claro que o *momentum* não é uma forma inteligente de posicionamento. O exemplo mais claro disso ocorreu de 1998 a 1999, com o surgimento dos *day traders*, pessoas de outros ramos de atuação, sem experiência em investimentos, que foram seduzidas pela esperança de ganhar dinheiro fácil com o *boom* das ações do setor de tecnologia, mídia e telecomunicações. Raramente mantinham suas posições da noite para o dia, uma vez que isso exigiria que pagassem por elas, e tentavam adivinhar, várias vezes em um mesmo dia, se uma ação que observavam subiria ou cairia nas próximas horas.

exigem que lidemos com o futuro. Os investidores de valor pensam no potencial de crescimento da empresa, e a escola do “crescimento a um preço razoável” presta homenagem ao valor. É tudo uma questão de gradação. No entanto, penso que o investimento em crescimento trata do futuro, enquanto o investimento em valor enfatiza as considerações atuais, mas não há como deixar de lidar com o futuro.



Para darmos um exemplo extremo de investimento em crescimento, voltemos aos dias das *Nifty Fifty* (as cinquenta ações mais atraentes), um modismo que contrastou com o investimento em valor e mostrou até que ponto uma mania de crescimento era capaz de chegar.

Em 1968 consegui meu primeiro emprego no setor de gestão de investimentos; trabalhei, durante as férias de verão, no Departamento de Pesquisa de Investimentos do First National City Bank (atual Citibank). O banco seguia uma abordagem conhecida como “investimento *Nifty Fifty*”. Seu objetivo era identificar as empresas com as melhores perspectivas de crescimento dos lucros a longo prazo. Além da taxa de crescimento, os gestores de investimentos do banco davam prioridade à “qualidade”, ou seja, à alta probabilidade de concretização das expectativas de crescimento. A ordem oficial dizia que, se uma empresa estava crescendo de forma suficientemente rápida e com boa qualidade, o preço de compra de ações deixava de ser importante. Se, com base nas métricas atuais, uma ação estivesse cara, bastaria esperar alguns anos e ela cresceria até chegar a um preço justo.

Na época, assim como hoje, as carteiras de ações em crescimento estavam fortemente voltadas para os setores farmacêutico, de tecnologia e de produtos de consumo. As carteiras do banco incluíam nomes altamente respeitados como IBM, Xerox, Kodak, Polaroid, Merck, Eli Lilly, Avon, Coca-Cola, Philip Morris, Hewlett-Packard,

Quando veem todos ao seu redor comprando e ganhando dinheiro, não conseguem saber se a ação está muito cara e, portanto, resistir à compra. E com um mercado em queda livre, talvez não tenham a confiança necessária para manter sua posição ou comprar a preços muito reduzidos.

“IRRATIONAL EXUBERANCE” (EXUBERÂNCIA IRRACIONAL), 10 DE MAIO DE 2000

Quando a opinião precisa sobre o valor não é mantida com convicção, ela só é capaz de oferecer ajuda limitada. Uma opinião incorreta sobre o valor, mantida com convicção, é muito pior. Essa afirmação, por si só, nos mostra como é difícil acertar tudo.



Ofereça uma dose de soro da verdade à maioria dos investidores — e certamente também à maioria dos investidores amadores — e, em seguida, pergunte a eles qual abordagem utilizam para investir. A resposta inevitável será: “busco ativos que subirão de preço”.

A procura pelo lucro, entretanto, deve ser baseada na tangibilidade. Do meu ponto de vista, o melhor candidato a atingi-la é o valor intrínseco que se obtém da análise fundamentalista. Estimativas precisas do valor intrínseco formam a base essencial para a realização de investimentos estáveis, não emotivos e potencialmente rentáveis.

Investidores de valor obtêm seus maiores lucros quando compram um ativo subvalorizado, adicionam mais ações ao preço mais baixo (preço médio) e analisam a situação corretamente. Assim, existem dois ingredientes essenciais para se obter lucro em um mercado em baixa: precisamos ter uma visão sobre o valor intrínseco e manter essa visão com bastante convicção, para que não vendamos e para que compremos, mesmo que a queda de preços sugira uma escolha errada. E há um terceiro ingrediente: devemos estar certos.

afetado da mesma forma por outros dois fatores — psicológico e técnico —, o que determinará primariamente as flutuações de curto prazo.

A maioria dos investidores — o que compreende, sem dúvida, os amadores — conhece pouco sobre os fatores técnicos. Estes não são considerados fundamentais — ou seja, infere-se que não estão ligados ao valor — para afetar a oferta e a procura por ativos. Dois exemplos: a venda forçada que ocorre quando as crises dos mercados fazem com que investidores alavancados recebam *margin calls*² e tenham de vender a preços muito baixos; e as entradas de dinheiro para fundos mútuos que obriguem os gestores a comprar. Em ambos os casos, as pessoas são levadas a negociar ativos sem considerar o preço.

Acredite em mim, não há nada melhor do que comprar de alguém que, durante uma crise, precisa vender, independentemente do preço. Muitas das melhores compras que já fizemos na Oaktree ocorreram por essa razão. Devemos, no entanto, fazer duas observações:

- não há como fazer carreira comprando de pessoas forçadas a vender e vendendo para as que são impelidas a comprar; essas oportunidades não estão por perto o tempo todo, apenas em raras ocasiões, nos pontos extremos de crises e bolhas; e,
- uma vez que comprar de quem é obrigado a vender configura a melhor coisa do nosso mundo, *ser* um desses vendedores é a pior coisa. Isso significa que é essencial organizar os negócios para que seja possível manter nossa posição e não vender, mesmo nos piores momentos. Isso requer capital de longo prazo e fortes recursos psicológicos.

E isso me leva ao segundo fator que exerce uma forte influência no preço: o psicológico. É impossível exagerar a importância dele. Na verdade, é tão vital que dedico vários capítulos à discussão sobre a psicologia dos investidores e sobre a forma de lidar com suas