

# Charles Munger, o Sócio Silencioso

## “Já trabalho com o Warren (Buffett) há tanto tempo, que julguei que seria apenas uma nota de rodapé”

Investimento  
em valor



**EMÍLIA O. VIEIRA**

Presidente do Conselho de Administração  
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, SA  
www.casadeinvestimentos.pt

Estas foram as palavras de Charlie Munger quando a revista Forbes, em 1993, o incluiu, pela primeira vez, na lista dos americanos mais ricos.

Por detrás da extraordinária história da Berkshire Hathaway, estão dois génios financeiros: o reconhecidíssimo Warren Buffett e o seu sócio “silencioso”, Charles Thomas Munger, que aprecia este seu afastamento da ribalta. Desde 1964, quando Warren Buffett e, alguns anos depois, Munger, assumiram a gestão da Berkshire, o seu valor de mercado aumentou de 10 milhões de dólares para 367,6 mil milhões; ou seja, 36.761 vezes. Os acionistas da Berkshire tiveram, desde o início, uma rentabilidade anualizada de 22,89%. Por outras palavras, 1000 dólares investidos na Berkshire em 1964 valeriam hoje 36,7 milhões de dólares.

Tal como Buffett, Munger nasceu em Omaha, no Nebraska. Licenciou-se em direito em Harvard e iniciou a sua vida profissional como advogado na Califórnia. Antes da sua ligação a Buffett e aos destinos nas Berkshire, Munger, que completou 91 anos no dia 1 de janeiro, conseguiu ganhar 19,8% ao ano para os seus clientes ao longo de treze anos, o que demonstra a sua capacidade individual como investidor.

### “Um excelente negócio comprado ao preço justo é superior a um negócio razoável comprado barato”

Warren Buffett declarou em muitas ocasiões que o grande contributo de Charlie, como é conhecido, foi levá-lo na direção de não procurar apenas pechinchas, mas antes, a importância de comprar um excelente negócio ao preço justo como a essência de criação de valor a médio e longo prazo. Um negócio razoável irá sempre multiplicar o investimento a taxas medianas enquanto que um negócio que rentabiliza os capitais a taxas excecionais, comprado ao preço justo, com horizonte de investimento longo, terá um efeito multiplicador impressionante.

**Segundo Munger, “o jogo do investimento consiste em tentar fazer melhores previsões que os outros. Como conseguimos fazer isso? Uma das formas é limitarmos as tentativas às nossas áreas de competência. Se tentarmos prever o futuro de tudo, vamos falhar devido à falta de especialização.”**

### O processo de avaliação de investimentos de Munger

A primeira regra é ver uma ação como a propriedade de um negócio e avaliar a qualidade durável do negócio quanto às suas vantagens competitivas. É importante procurar mais valor, em termos de cash flows descontados, do que o que estamos a pagar no momento da compra. A segunda é atuar apenas quando se tem vantagem, isto é, quando as probabilidades estão largamente a nosso favor. É fundamental mantermos a disciplina e aguentar a turbulência e, após um período de vários anos, colhemos os frutos.

Checklist para escolher as empresas onde investir:

1. negócios que sejamos capazes de entender.
2. o negócio deverá ter características intrínsecas que lhe conferem uma vantagem competitiva durável.
3. preferimos que os gestores da empresa tenham integridade e talento.
4. finalmente, por muito boa que a empresa seja, não vale um preço infinito. Temos, portanto, que ter

um preço que faça sentido e que nos permita uma margem de segurança contra as vicissitudes normais da vida.

Na opinião de Munger, a razão pela qual estas ideias não se espalharam mais rapidamente é porque são demasiado simples.

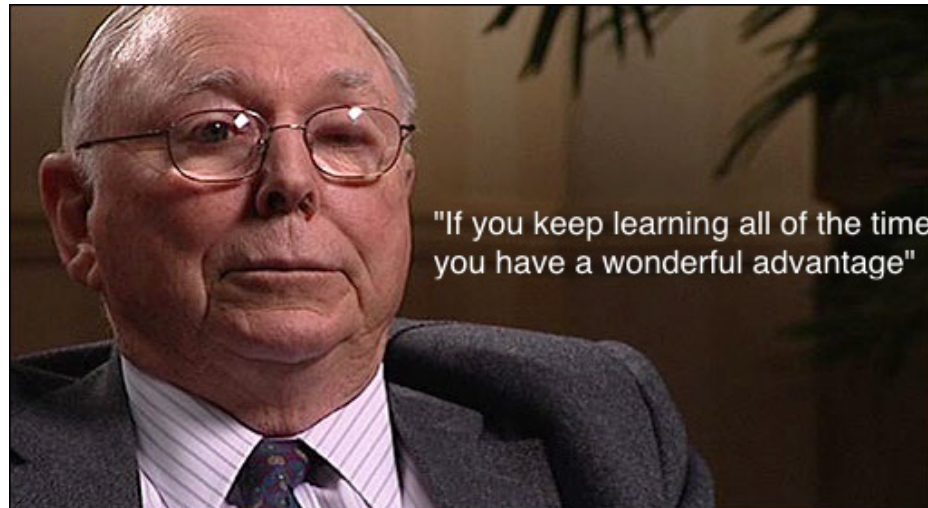
### Sobre Margem de Segurança

A margem de segurança está sempre dependente do preço que pagamos quando fazemos o investimento. Se pagarmos pouco, a margem de segurança é grande; se pagarmos muito, poderemos não ter nenhuma. Munger sugere que se siga o princípio da construção das pontes: as pontes são projetadas pelos engenheiros com um sistema de backup e capacidade extra para prevenir possíveis falhas ou algo que corra mal. As estratégias de investimento devem seguir o mesmo princípio.

### O Círculo de Competências

A sua abordagem ao investimento é melhor resumida por Thomas Watson, fundador da IBM: “não sou um génio, sou inteligente em determinados pontos e mantenho-me perto desses pontos”.

Munger conhece bem o seu círculo de competências. De forma a manter-se dentro destes círculos, aplica, em primeiro lugar, um filtro com o objetivo de limitar os seus investimentos apenas a candidatos simples e compreensíveis. Como ele próprio declara, “no investimento, temos três categorias: sim, não e é demasiado difícil de entender”. Para



identificar potenciais “sim”, procura um negócio dominante e fácil de compreender que consiga manter-se e singrar em todos os ambientes económicos. Compreensivelmente, poucas empresas sobrevivem a esta análise. Muitas empresas, favoritas de muitos investidores, tais como biofarmacêuticas e tecnológicas, seguem diretas para a categoria de muito difícil de entender. Negócios altamente publicitados e OPV’s merecem um não imediato. Aquelas empresas que sobrevivem a esta primeira monda são agora sujeitas aos filtros do modelo mental de Charlie. O processo é intenso mas eficiente.

Ao longo desta avaliação exaustiva, Munger não depende de bases de dados. Leva em consideração todos os aspetos relevantes, internos e externos, da empresa e da respetiva indústria mesmo que eles sejam difíceis de identificar, medir ou reduzir a números. Encara os relatórios financeiros e a contabilidade subjacente com uma dose de ceticismo típico do midwest americano: são apenas o início da avaliação do valor intrínseco. A lista de fatores adicionais que examina é aparentemente interminável e inclui elementos tais como o clima regulatório atual e futuro; as relações entre a empresa, trabalhadores, fornecedores e clientes; os impactos potenciais de alterações tecnológicas; as forças e vulnerabilidades competitivas; o poder de fixar preços; escala; impactos ambientais e, extremamente importante, a presença de “exposições escondidas” e que vulnerabilizam a posição da empresa.

### O Processo de Aprendizagem

“Não conheço ninguém que tenha aprendido, com

grande rapidez, a ser um grande investidor. Warren ampliou muito o seu círculo de competências e é melhor investidor no período em que eu o conheço, e eu também. O segredo é aprender sempre. Temos que gostar do processo de aprendizagem.

Se queremos ser investidores, iremos fazer alguns investimentos onde não temos toda a experiência necessária. No entanto, se continuarmos a melhorar aos poucos, ao longo do tempo, começaremos a fazer investimentos que, quase garantidamente, terão desfechos favoráveis. A chave é a disciplina, trabalho e experiência. É como jogar golfe, temos que praticar. Se não aprendermos continuamente, seremos inevitavelmente ultrapassados.

Vejo constantemente pessoas que têm sucesso na vida e não são as mais inteligentes ou até as mais diligentes. São, no entanto, autênticas máquinas de aprender. Todos os dias se deitam um pouco mais sábias do que quando se levantaram e isso ajuda muito, principalmente quando se tem muitos anos à frente.

A aquisição de sabedoria é um dever moral. Não é apenas algo que fazemos para avançar na vida. O corolário desta proposição, que é bastante importante, é que ficamos viciados na aprendizagem perpétua. E sem esta aprendizagem perpétua, não teremos grande sucesso. Não chegaremos longe com base naquilo que já sabemos. Vamos avançar na vida com aquilo que vamos aprender todos os dias”.

“Ter consciência do que não sabemos é mais importante do que ser brilhante”

### Custo de Capital e Custo de Oportunidade

Quando questionados na última Assembleia Geral da Berkshire sobre o custo de capital, Buffett responde assim: “Charlie e eu não sabemos qual é o nosso custo de capital. Isto é ensinado nas universidades mas somos cépticos. Apenas tentamos fazer a coisa mais inteligente com o dinheiro que temos disponível. Nunca vi um cálculo de custo de capital que fizesse sentido para mim. Charlie?”

Munger: Nunca. Segundo os manuais de economia, as pessoas inteligentes tomam as decisões com base no custo de oportunidade - por outras palavras, são as alternativas que são importantes. É assim que tomamos as nossas decisões. Obviamente que o capital não é gratuito. Mas os teóricos dizem que se estivermos a gerar um retorno no capital

de cem por cento, não devemos investir em algo que gera apenas oitenta. Loucura!

### Sobre o Valor das Previsões

“As pessoas sempre desejaram que alguém lhes revelasse o futuro. Há muito tempo, os reis contratavam pessoas que liam as entranhas das ovelhas. Há sempre um mercado para as pessoas que fingem que sabem o futuro. Prestar atenção aos oráculos dos dias de hoje é tão irracional como o rei que contratava o sábio que lia os intestinos da ovelha. Isto acontece uma e outra vez”.

Nas assembleias gerais da Berkshire Hathaway, Warren Buffett e Charlie Munger, sentados a uma mesa no centro do palco do Century Link em Omaha, respondem a perguntas dos acionistas ao longo de cerca de 6 horas. Warren Buffett é o primeiro a responder e de seguida passa a palavra a Charlie. A intervenção mais frequente é: “nada a acrescentar”. Ao contrário, eu teria muito mais a acrescentar sobre um Senhor cuja sabedoria continuará a beneficiar os que a levam à prática. Deixo uma das citações mais importantes para criar valor no mercado de capitais:

**“O investimento exige muita gratificação adiada. É essa espera que nos ajuda como investidores e muitas pessoas não aguentam esperar. Se não nascermos com o gene da gratificação adiada, temos que trabalhar muito para ultrapassar esse obstáculo”.**