

ENCONTRO ANUAL DE ACIONISTAS DA BERKSHIRE HATHAWAY - OMAHA, NE

No dia 04 de maio de 2008, foi realizado o o Encontro Anual da Berkshire Hathaway, sob o comando de Warren Buffett e Charlie Munger. Cada vez mais tradicional e popular, o encontro contou com um recorde de 31000 pessoas lotando o Qwest Center e centro de convenções anexo, com 6 horas de perguntas e respostas para os mais diversos assuntos.

As anotações abaixo foram feitas à mão, mas tentamos ao máximo manter a fidelidade com o que foi dito no encontro. Os pontos principais foram agrupados por assunto pra manter a objetividade e facilitar a compreensão, e também agregam informações dadas no encontro da Wesco (Charlie Munger) realizados sempre na quarta-feira subsequente ao encontro, e a conferência para imprensa realizada pela Berkshire Hathaway. *Os comentários em itálicos são nossos.*

Introdução

A popularidade pode ser notada pelas celebridades na abertura do evento. O cantor Jimmy Buffett no ano passado, e nesse ano a atriz Susan Lucci (do soap opera 'All My Children' onde Warren Buffett fez uma ponta em um episódio), que apareceu no palco no início e brincou estar assumindo o lugar de Buffett no comando da Berkshire. Charlie Munger notou: 'bom, você tem algumas qualidades importantes que faltavam no Warren'. Na sequência houve uma série de brincadeiras como Susan falando que ia rapidamente instituir uma política de dividendos, e que iria aumentar o salário atual do conselho da empresa que é de apenas US\$ 900 por ano. *Mas sobre o assunto de remuneração de executivos adiante.*

A abertura do evento conta sempre com um vídeo produzido anualmente, cuja veiculação não é autorizada. Porém, além do vídeo, existem trechos de outros programas que podem ser encontrados na internet. Confira os links em nosso blog: blog.bojlesen.com.br.

Temperamento para Investir

Na sequência de perguntas como investir melhor, Buffett comentou como usual que começou a investir quando tinha 11 anos, e que sempre acreditou em ler tudo que via pela frente. Por vários anos usou análise técnica em seu aprendizado como investidor, até que leu o livro 'Intelligent Investor' de Ben Graham, e que particularmente os capítulos 8 e 20 mudaram sua vida. Afirmou que seguindo os simples conceitos (o capítulo 8 trata do 'Mercado e Flutuações' e o 20 do conceito de 'Margem de Segurança') não é possível ter um mau resultado. Charlie disse na conferência para

imprensa que "o desligamento emocional com a opinião do mercado funciona muito bem, e quando funciona ele estimula mais ainda esse comportamento".

Cologne Re

Quanto a integração da Cologne Re (atualmente com 95% das ações nas mãos da General Re), Buffett falou que a parte de subscrição (operacional) da empresa tem uma administração magnífica e que nada será mudado. Na parte de investimentos ela ainda é autônoma, mas tão logo a Berkshire tenha 100% da empresa, ele próprio vai cuidar dos investimentos da seguradora, assim como faz com praticamente todas as empresas do grupo. *A única exceção vêm pelas mãos do Lou Simpson, frequentemente elogiado por Buffett como um excelente investidor (porém provavelmente em idade avançada demais para assumir após Buffett), que cuida da aplicação do patrimônio e 'float' da GEICO, subsidiária integral da Berkshire.*

Fatores Macroeconômicos

Como de habitual, inúmeras perguntas foram feitas sobre o panorama geral e fatores macro. Buffett respondeu, como de costume, que não se preocupa com fatores macroeconômicos ao investir, e que o segredo é pensar em estar investindo em uma participação de um negócio ao invés de estar meramente comprando ações. E que não se importaria se o mercado acionário fechasse por alguns anos. *O que é a extensão natural de enxergar empresas e não ações, seus investimentos dependem dos negócios delas e não do mercado para te socorrer ou dar 'uma porta de saída'.*

Posteriormente Buffett, falando sobre a poupança interna dos Estados Unidos, falou que o país cresce em termos reais década após década apesar de praticamente não poupar, e que é natural países com índices maiores de poupança interna, como a China, crescer mais rápido. Uma grande parte da diferença entre os dois é que os Estados Unidos é um país já bem maduro, que escolheu não poupar tanto e que tem a opção de poupar menos. *Essa é aparentemente uma mudança considerável com uma aproximação à visão defendida por Charlie Munger há algum tempo.*

Houve também a menção de que esperam que o dólar americano continue se depreciando ao longo dos próximos 10 anos, dadas as tendências atuais.

China e Olimpíadas

Quando uma acionista estrangeira sugeriu que a Coca-Cola (da

qual a Berkshire é uma grande acionista) boicotasse as Olimpíadas na China devido a violações dos direitos humanos; Warren disse que considera um erro filtrar países que podem ou não participar, e que é muito difícil julgar algo como isso. Disse que os Estados Unidos por muito tempo ‘filtraram’ as mulheres para fora do processo eleitoral, e que estabeleceram por lei que um negro equivalia 3/5 de um branco, e que ambos os casos foram grandes violações dos direitos humanos, e que nem por isso o país foi excluído das Olimpíadas. Políticas de exclusão tendem a funcionar ao contrário do que se pretende. Munger adicionou que tinha uma posição ainda mais contundente sobre o assunto: “Julgue você mesmo se a China está melhor ou pior do que no passado. É uma falácia julgar um país pelo seu maior defeito, só por você não gostar dele”.

Sucessão (Chief Investment Officer e CEO)

Uma grande novidade foi quanto a sucessão da empresa. Caso fosse necessário o conselho da empresa já tem 3 nomes para a parte operacional (CEO) e 4 candidatos para o posto de CIO (Chief Investment Officer), sucessor na parte de investimentos da empresa. Na parte operacional, apesar de estar sujeito a mudanças, Buffett assegurou que os conselheiros da empresa tomariam uma decisão unânime e rápida pra eleger um sucessor se algo lhe acontecesse. Entre os 4 candidatos para CIO, podem ser escolhidos um ou todos eles. Todos já são financeiramente independentes, jovens e com bons empregos. Apesar de estarem ganhando mais do que ganhariam na Berkshire Hathaway, ele acredita que todos aceitariam o emprego se fosse oferecido e estariam trabalhando no dia seguinte. O novo CEO teria muita influência sobre como se relacionar com o CIO.

Como ele continuará tomando as decisões de alocação de capital enquanto estiver no comando da empresa, disse que não faz sentido eles já começarem a trabalhar na empresa. *Originalmente a idéia era que eles trabalhassem investindo montantes menores.* Disse que seria frustrante para eles estarem empregados na empresa enquanto outra pessoa tomava as decisões de investimento. *Algo que ele já tinha mencionado sobre sua experiência ao trabalhar com Ben Graham no início de carreira.*

Foi frisado que os critérios pra escolha são os mesmos apresentados no Relatório Anual de 2006. O principal é enxergar riscos, mesmo aqueles que jamais aconteceram antes. Essa é uma qualidade extremamente rara, disse. Bancos tem uma série de modelos, mas os problemas sempre estouram em áreas que eles não conseguiram prever (*como o subprime por exemplo*).

Charlie finalizou brincando: “Nós ainda temos um jovem talento aqui chamado Warren Buffett. Vamos encorajá-lo de atingir o seu potencial máximo”.

Setor Financeiro

Várias perguntas e comentários foram feitos sobre o setor financeiro em geral. Buffett frisou que bancos, principalmente os bancos de investimento, são extremamente complexos; e que o objetivo dele é risco zero e não apenas risco baixo. Não se trata

de qualquer problema inerente ao setor financeiro, mas da maneira como alguns bancos escolheram pra gerir seus negócios, com alavancagem excessiva e instrumentos complexos. Uma boa parte dos problemas que surgem é que, por exemplo, um executivo de 62 anos de idade tende a não se preocupar com um risco que aconteça 1 vez em cada 50 anos, já que ele não estará no cargo quando as consequências de suas decisões ocorrerem. É natural que muitos CEOs prefiram dizer que ‘não sabiam o que estava acontecendo’ do que admitir que sabiam e que não fizeram nada para impedir.

Ele novamente deu o exemplo da General Re, que após comprada pela Berkshire, tinham 23 mil contratos derivativos, e que apesar de mostrarem um valor positivo, e terem as posições lentamente fechadas ao longo de 5 anos num mercado calmo, gerou algumas centenas de milhões em prejuízos (*aproximadamente US\$ 400 milhões*). Também lembrou da OFHEO, que conta com 200 pessoas só pra analisar minuciosamente e fiscalizar, em tempo integral, a Fannie Mae e Freddie Mac. Apesar de toda a supervisão, as duas instituições estiveram entre os maiores casos de escândalos contábeis da história, mostrando a impossibilidade de se analisar ou mesmo regular instituições que escolham usar estratégias excessivamente complexas.

Charlie acrescentou que é “loucura ter situações ‘too big to fail’ (grande demais para quebrar)”, ou deixar que instituições como Fannie Mae e Freddie Mac tenham uma garantia implícita do governo. uma vez que isso distorce os incentivos para uma gestão conservadora e incentiva um comportamento imprudente. Charlie Munger, em mais um do que se chamam de mungerismos nos EUA, disse que agora existe uma nova classificação de ativos: “Good Until You Reach For”, i.e. ativos que existem no balanço mas que simplesmente não existem na vida real.

Continuando, Buffett disse que o FED fez bem no caso do Bear Stearns, uma vez que a falha do mesmo implicaria na venda forçada de US\$ 14,5 trilhões em contratos derivativos em questão de horas, invariavelmente arrastaria mais 1 ou 2 instituições de grande porte para a falência.

Mais tarde no encontro Charlie ressaltou que é bancos é fundamental conhecer o caráter e os executivos da instituição, e que um homem muito sábio uma vez disse que “existem muito mais bancos, do que existem banqueiros”. Numa rara demonstração de otimismo, disse que bancos regionais e pequenos é um território atualmente com potencial de retorno pra investidores.

No encontro da Wesco, Charlie explicou que estava trabalhando no Salomon quando os critérios contábeis para derivativos e swaps mudaram. Até então o lado comprador e vendedor tinham que estar balanceado (*posição dos dois lados somando zero*), mas que sem base na realidade mudaram para um sistema onde ambos os lados reportam ganhos. Essa grave e imperdoável falha de contabilidade gerou lucros não existentes, e contribuiu para o crescimento vertiginoso do mercado de derivativos.

Concentração de Investimentos

Buffett disse que se tivesse gerindo exclusivamente dinheiro próprio ele manteria posições de 75% de seu patrimônio em uma só empresa em várias instâncias. Munger disse que ele já teve mais de 100% em uma só empresa (*operando com dinheiro emprestado*); e acrescentou que o mantra da diversificação ('não coloque todos seus ovos em uma só cesta') é contrário ao "segredo que é justamente encontrar investimentos onde a diversificação não é necessária". Loucura, disse ele "é só colocar 20% quando você encontra a oportunidade de uma vida inteira".

O problema, de acordo com Buffett é situações como o Long Term Capital Management, onde colocavam 2500% dos patrimônio em algumas posições. As posições, muitas delas de convergência de ativos, faziam sentido e funcionavam com 200%, mas com a alavancagem que usaram eles perderam tudo apesar de estarem certos no resultado final.

Pair Trading

Sobre 'Pair Trading' (o que fazem os fundos long-short), Buffett disse que Ben Graham já utilizava dessa técnica nos anos 20. Disse também que usou pair trading em seu fundo (Buffett Partnership) e chegou a ficar vendido no mercado por 5 anos consecutivos. Disse ainda que seu pair trading era sempre contra o mercado em geral e não posições específicas. *Ou seja evitava fazer apostas negativas contra empresas específicas, preferindo encontrar retornos na outperformance de boas empresas.* Como não tinha um mercado de empréstimos de ações muito desenvolvido ele alugava ações diretamente de fundações como da Columbia ou Harvard. Aqui como em uma série de outras táticas ele reforçou que o complicado é que mesmo quando se acerta 4 de 5 posições, a uma posição que você erra tende a anular o retorno de todas as demais. Charlie finalizou o tópico lembrando que "Ganhamos dinheiro por apostar em negócios maravilhosos, e não por usar estratégias long short".

Mercado de Opções

Charlie disse que Buffett, muitos anos atrás foi contrário à criação das bolsas para mercado de opções, acrescentando que: "Transformar o mercado financeiro em um casino, para que o croupier ganhe ainda mais dinheiro, não é algo que apreciamos".

Buffett disse que se você quer comprar ou vender uma ação você deve fazer isso; e não comprar e vender opções. Disse que já vendeu opções de venda sobre a Coca-Cola (i.e. como forma de comprar) mas que usualmente é melhor comprar as ações direto. *Ele também usou opções na aquisição de parte da posição da Burlington Northern Santa Fe recentemente, mas por outros motivos.*

Opções podem funcionar 80% das vezes pra comprar uma ação barato, mas nas 20% quando não funcionarem você pode perder uma oportunidade única. Acrescentou que venderam as 'index put options' (european) de longo prazo. *Charlie no encontro da Wesco deu a entender que a contraparte necessitava da garantia de uma*

empresa sólida e AAA; então presume-se que os ganhos na transação, além do prêmio de US\$ 4,5 bilhões a ser investido desde já, vêm do prêmio pela solidez financeira da Berkshire. Mais sobre isso nos comentários da Wesco no final.

Recrutando Talento

Ao ser indagado como sempre recrutam bons executivos pra tocar suas empresas, Buffett respondeu que simplesmente eles 'trapaceiam'. Disse que se ele tivesse 100 MBAs pra rankear de acordo com a capacidade, ele não saberia como fazer. Os executivos que trabalham na Berkshire vêm com os negócios (i.e. com as aquisições). O trabalho dele então não é de selecionar grandes executivos. Ele só procura de mantê-los felizes, produtivos e dedicados; uma vez que eles já são muito ricos. O segredo é ver quem tem paixão pelo que faz. "No Baseball você tem que abandonar o trabalho com 40 anos, mas nossos executivos continuam mais e mais. A Mrs B (*fundadora da subsidiária Nebraska Furniture Market*) trabalhou até os 103 anos, daí parou, e morreu no ano seguinte. Essa é uma boa lição pra nossos executivos".

Ensino de Finanças

Buffett contou: "Um estudante de graduação da Universidade de Chicago me perguntou uma vez, quais as coisas erradas que estavam lhe ensinando." Buffett comentou que o tempo gasto explicando teoria de precificação de opções é totalmente absurdo. Disse que num curso de investimentos, "seriam necessário apenas 2 matérias: como estabelecer o valor de negócios e como se comportar diante de flutuações do mercado. O problema é que os professores sabem um monte de fórmulas e você não, então eles tem algo com que preencher o resto do tempo. Não tem nada a ver com sucesso em investimentos, pois o que importa é comprar negócios pelo preço certo."

Terminou com um analogia dizendo que se alguém ensinasse Estudos Bíblicos, poderia-se ler a Bíblia de frente ou ao contrário em 4 diferentes línguas, mas seria difícil falar para os estudantes que tudo podia ser resumido aos '10 Mandamentos'.

Iscar e Metais

A decisão de construir a nova fábrica da Iscar na China é o crescimento do mercado doméstico chinês. A escolha geográfica não foi ocasionada pela proximidade as fontes de tungstênio, apesar disso não atrapalhar. Disse que uma empresa como a Iscar, criando produtos de alto valor agregado, tendem a conseguir passar o aumento de insumos para seus consumidores, apesar de um lag de geralmente 3 a 6 meses. Depois comparou dizendo que no setor de carpetes, está sendo difícil repassar o custo do aumento dos insumos atrelados ao petróleo; mas que a longo prazo também conseguirão. Ao longo do tempo as subsidiárias da empresa vão se ajustar. *Houve um comentário do Charlie sobre a Berkshire ganhar mais dinheiro por causa da inflação mas pela resposta*

no encontro da Wesco ele estava falando, como seria de se esperar, em termos nominais.

Perspectivas Futuras

As metas de retorno mínimo da Berkshire mudaram. Buffett disse que estaria muito satisfeito com retornos, antes de impostos, de 10% (incluindo dividendos) e que aceitaria até um pouco menos do que isso. *Vale lembrar que uma grande parte do sucesso e performance da Berkshire foi o uso do float das seguradoras do grupo, que alavancaram resultados de uma forma simples de entender, mas numa magnitude mais difícil de compreender.* O 'raio de ação' está cada vez mais limitado. Considerando os limites máximos para investimento em algumas empresas sem afetar cláusulas e poison pills, a Berkshire tem que se focar em empresas com pelo menos US\$ 50 bilhões de capitalização de mercado. "Teremos resultados decentes, mas não aqueles resultados indecentes do passado".

Das bocas de Warren e Charlie vieram o conselho, que para quem está investindo volumes menores de dinheiro, que existem muitas outras oportunidades melhores.

Salários e Benefícios de Executivos

Houve uma série de comentários a respeito de salários de alguns executivos. Charlie disse que existem uma série de posições de destaque numa sociedade como cardeais, gerais, bispos, professores; onde o dinheiro não é um fator preponderante para as pessoas seguirem essas carreiras. A mera posição de destaque, de liderança e admiração por seus semelhantes já é suficiente. E apesar de alguns quererem salários de astros de cinema, na opinião dele o mundo corporativo não seria muito diferente com bonificações menores. Executivos de empresas continuariam sendo atraídos para os cargos mesmo com salários mais razoáveis e dando um exemplo para os outros que é o que pessoas em posição de liderança devem fazer.

Buffett mencionou que qualquer plano onde alguém é pago milhões em benefícios após estar aposentado não faz sentido. Mas que existe pouco que investidores individuais conseguem fazer nesse assunto. Que as mudanças teriam que vir de investidores institucionais, através da pressão no conselho e votação contrária nas assembléias. E com a imprensa veiculando e cobrindo essas oposições por parte de investidores institucionais.

Anomalias de Mercado

Foram apresentados alguns números pra demonstrar algumas anomalias de mercado que ocorreram recentemente. Se referiam principalmente as 'auction rate munis'. *Auction rate munis são títulos de dívida de municípios (isento de impostos) que apesar de vencimento mais longo, tem os juros reprecificados periodicamente por leilões.* Por exemplo o Museu de Arte de Los Angeles, teve as

seguintes variações: 3,1% (24/01), 4,1% (31/01), 8% (07/02), 10% (14/02), 3% (21/02). Ou seja variações extremas e atípicas para um título de renda fixa. Mencionou também que muitas vezes, devido ao caos, o mesmo título, ao mesmo tempo, no mesmo banco, estava cotado com dois preços totalmente diferentes (6% e 11,5%). Charlie acrescentou que é o que acontece quando tolos que compraram 'munis' alavancados em 20 pra 1, precisam se desfazer a qualquer preço devido a chamadas de margem. Essas dislocações são extremas, mas muito breves. Acontecem na opinião dele pouquíssimas vezes em cada século, então é preciso ser rápido pra atuar nesses momentos.

Buffet encerrou dizendo que existem excelentes oportunidades na área pra quem estiver dispostos a procurar em milhares de ativos do gênero. Disse que se estivesse gerindo volumes menores existiriam muito mais oportunidades como em títulos de renda fixa mal precificados, em outros países. Mas para a Berkshire mesmo os US\$ 4 bilhões aplicados nesses títulos, o dinheiro vai ser insignificante perto do tamanho atual da empresa.

Eleições Americanas

Quando perguntados sobre as perspectivas de inflação dadas as promessas feitas de gastos e juros menores pelos candidatos, Buffett disse que política é sempre difícil. Que se ele fosse eleito para a presidência, ele seguiria o conselho de Bill Buckley que disse que a primeira coisa que faria seria "exigir uma recontagem de votos". O processo político não serve ao debate de questões mais nobres, e que qualquer um dos candidatos vai se sair melhor na Casa Branca do que no palanque. No palanque existe sempre a necessidade de adotar posturas mais radicais, e de simplificar ao extremo as questões e mensagens, por que o eleitorado não quer pensar em questões muito complexas.

Ajit Jain, Resseguros e Berkshire Assurance

Como não poderia deixar ser, novamente tanto Buffett quanto Munger aproveitaram pra mencionar o trabalho superlativo de Ajit Jain. Munger e Buffett creditaram à Ajit a única empresa que foi criada, e não comprada, dentro do grupo. Ajit foi responsável pela criação da operação de Resseguro, que hoje é uma grande parte da Berkshire; que engloba a Berkshire Assurance, criada recentemente e especializada no seguro de títulos de dívida (competindo com empresas como MBIA e Ambac).

Em seu primeiro trimestre operacional, a Berkshire Assurance, gerou US\$ 400 milhões de prêmios, o que garantiu o topo do ranking em prêmios (mais do que todas suas concorrentes juntas). Operando com menos de 30 pessoas, o mais interessante foi que nas 278 transações executadas, praticamente todas já tinham seguro e eram classificadas como AAA. *Ou seja estavam querendo resseguro das apólices que tinham com outras seguradoras. Para a Berkshire isso significa que eles só terão que pagar caso nem o emissor nem a primeira seguradora pague.* Para ter essa posição de resseguradora eles receberam 2,25% enquanto a primeira recebeu 1%. *Basicamente, recebendo mais do que o dobro de prêmios pra estar numa posição mais segura do ponto de vista de sinistros.*

Charlie concluiu dizendo que “o melhor investimento já feito por nós foi a taxa para o headhunter que encontrou Ajit Jain”.

Petróleo e Carvão

Um acionista de Ohio perguntou o que acontecerá com o mundo e com as empresas de petrolíferas com o fim do petróleo. Buffett lembrou que, obviamente, o petróleo não vai acabar, que não é assim que as coisas funcionam. Mas que em algum ponto a capacidade de produção diária vai se estabilizar por um período e começar um declínio gradual. Lembrou que hoje em dia se produz 86 milhões de barris por dia, mais do que jamais foi produzido; mas que estamos mais próximos do que nunca, pelos cálculos dele, da capacidade máxima de produção diária. Aumentos de produção são muito mais difíceis do que no passado; mas que independente de quando o pico ocorra, em 5 ou 10 anos, o mundo vai se adaptar. Alguns ajustes na demanda vão existir. É difícil saber quanto petróleo ainda existe no total, mas é muito, que jamais vamos recuperar tudo, mas que com avanços na engenharia podemos recuperar mais no futuro.

Charlie várias vezes mencionou que é extremamente estúpido o uso indiscriminado de hidrocarbonetos como estamos usando, que é um grande estoque para outros produtos petroquímicos (incluindo fertilizantes que serão necessários pra sustentar uma população crescente), e para os quais não temos alternativas fáceis. Com mais 200 anos de crescimento populacional não vai ser só o petróleo que vai acabar, mas também carvão e urânio, e eventualmente vamos ter que usar outras fontes como por exemplo o sol.

Ambos disseram que apesar das grandes desvantagens ambientais, vai ser necessário o uso de mais carvão. Eventualmente pode se achar soluções melhores (o próprio carvão hoje em dia é consideravelmente mais limpo que antigamente), mas no momento sem usinas movidas a carvão o mundo não teria eletricidade suficiente. Buffett terminou dizendo que é uma questão extremamente séria um mundo onde a produção de petróleo comece a cair, e que as coisas serão radicalmente diferentes.

Petrochina, Mars-Wrigley, e Aquisições

Foi perguntado sobre como ele fez um investimento na Petrochina em 2002, apenas lendo as demonstrações de resultados, sem usar outros recursos pra conhecer a empresa. Buffett respondeu que leu, sem perguntar a opinião de ninguém e julgou que a empresa valia US\$ 100 bilhões. A Petrochina estava sendo vendida no mercado por US\$ 35 bilhões no mercado. Se a estimativa de valor dele fosse US\$ 40 bilhões ele precisaria de uma análise mais refinada, mas ele não gosta de situações onde você tem que estimar até o último dígito pra saber se é ou não um bom investimento. “Se alguém pesa entre 130 e 160 kilos, eu não preciso de uma balança pra saber que ele está gordo”. Se o investimento na Petrochina necessitasse estimativas de declínio de produção exatas, ele simplesmente não investiria, ele iria procurar outra empresa. *A propósito, os US\$ 500 milhões investidos*

em 2006 viraram US\$ 3,5 bilhões quando vendidas em Outubro de 2007.

Charlie disse em outra circunstância que uma das razões pra eles serem rápidos e objetivos, é que existe uma quantidade absurda de situações que eles não se dão ao trabalho de olhar. “Se você decide nunca se meter com empresas recém operacionais, você tirou uma enorme parte de complexidade de sua vida”. É importante ter filtros.

No caso da Mars-Wrigley por exemplo, Buffett não foi até a empresa verificar contratos trabalhistas e cláusulas de contratos de locação. Ele disse que o valor da Wrigley não depende no valor desses contratos ou de possíveis passíveis ambientais. Em investimentos tem uma série de fatores e excesso de informações que não significam nada.

“Nossas aquisições não envolvem advogados nem diretores”. A Berkshire não usa MAC clauses. *Material Adverse Change é uma cláusula contratual que permite o cancelamento de uma aquisição por eventos extraordinários, mas hoje em dia abusada como meio de não honrar compromissos.* “Nossos US\$ 6,5 bilhões vão estar disponíveis de qualquer forma, mesmo se o Ben Bernanke decidir fugir pra América do Sul com a Paris Hilton”

Riscos e a Berkshire

Munger ressaltou o quão adversos ao risco eles são, dizendo que eles tentam se comportar de uma maneira onde nenhuma pessoa racional se preocuparia com a solidez financeira da empresa. Ao mesmo tempo eles se comportam de uma maneira onde mesmo se pessoas irracionais se preocuparem com a saúde financeira da Berkshire, eles não perceberiam por vários meses (*por que eles não precisam acessar nem captar no mercado*). Isso é uma dupla camada de proteção contra adversidades. A alternativa, como praticada por outras instituições, é ter alguém e chamá-lo de “Chief Risk Officer, que é o sujeito que faz você se sentir bem e seguro mesmo enquanto você toma decisões tolas”.

Fair Value Accounting & CDOs

Buffett disse que defende com veemência o uso do valor justo (fair value accounting). Sem dúvida é difícil de usar (*como na atual crise de liquidez que exigiu grandes marcações de ativos*), mas que faria menos sentido ainda usar custo. Mais problemas são criados quando se começa a usar preços que não tem grande relevância com o presente, ao invés de preços que refletem mais a realidade mesmo com alguma imprecisão.

Explicou que em produtos como CDO² (CDO Squared) a documentação é impossível de ser lida. Que a documentação de um CDO possui umas 15 mil páginas, no squared são 750 mil (apenas pra um CDO²). E que deixar as pessoas usarem 100% do que foi pago por um título desses, ao invés de 10% que é o valor que ele está no mercado, seria um absurdo. Lembrou que o Valor Justo instituiu alguma disciplina na medida que existe alguma consequência para decisões estúpidas.

CDS - Credit Default Swap

CDSs são títulos derivativos de crédito entre duas contrapartes, que de maneira simplificada funciona como um seguro em caso do não pagamento de um título.

Um assunto de extrema e crescente importância hoje em dia. O mercado de CDS tem um notional value de US\$ 60 trilhões, mas é uma figura bem imprecisa, mas ainda significativa disse Buffett. Charlie explicou que o grande problema é a existência de casos onde existem US\$ 3 bilhões de contratos de CDS sobre títulos de US\$ 100 milhões, o que cria incentivos para quem tem os CDS manipular o valor dos títulos, devido a disparidade de tamanho. Disse que é uma grande estupidez permitir isso, e que é por esse mesmo motivo que leis no mundo inteiro proibem pessoas de fazer apólice de seguros no nome de terceiros. Essas leis visam coibir pessoas de fazer apólices para pessoas que não conhecem e depois matá-los pra receber o dinheiro.

Transporte Coletivo

Buffett explicou que o público americano simplesmente não gosta de transporte coletivo. Os americanos tem uma história de amor com o carro, o que resulta numa aversão a transporte de massa. Parece que é inato às pessoas querer dirigir mesmo com preços recordes de combustível e aumento no preço de estacionamento. “Eu não seria muito otimista de que algo que tem um longo histórico na natureza humana, se reverta repentinamente”.

Comentários Gerais (Wesco Meeting - Pasadena, CA)

- Na reunião da Wesco, Charlie mencionou um artigo em qual recalcularam qual seria a fortuna de Warren Buffett se ele cobrasse taxas 2 e 20% como hedge funds (2% de administração e 20% do lucro). Tal estrutura, lembrou ele, resultaria em menos impostos do que a estrutura corporativa atual onde impostos incidem tanto na empresa quando para os acionistas. De qualquer forma o resultado seria que Warren teria uma fortuna 3x superior a atual. *Afinal ao longo de todos esses anos ele comandou a Berkshire por um salário anual de US\$ 100 mil, sem incentivos como opções ou bônus.*
- Sobre a próxima grande crise, Charlie disse que quando o mercado acionário chinês e as ‘A shares’ (que os chineses podiam comprar) explodiram, era fácil prever seu colapso. Quando os excessos nas hipotecas aconteceram também dava pra saber que algo aconteceria em breve. Com derivativos as coisas são diferentes. Não existe um colapso automático que precisa acontecer. Algum dia vai existir uma crise envolvendo derivativos, mas não é possível prever quando. Se o Bear Stearns tivesse quebrado teríamos tido uma crise.

- Especificamente sobre o Brasil, Charlie Munger disse que os sistemas econômicos são interdependentes, e que uma desaceleração nos EUA vai afetar outros países, mas na opinião dele o Brasil vai se sair muito bem. Disse que dados dois negócios similares ele ainda preferiria um negócio nos Estados Unidos. Adicionou que qualquer pessoa com um mínimo conhecimento de mineração sabe que o Brasil tem as melhores minas do mundo.
- Sobre inflação ele mencionou que a rede Costco (da qual ele é conselheiro) teve inflação zero nos seus produtos por dez anos. Mas hoje em dia pressões inflacionárias já são sentidas.
- Sobre os contratos derivativos que a Berkshire entrou ao longo do último ano, Charlie falou que são transações diferentes. Que outras empresas quiseram entrar nesses contratos por que precisavam de uma contraparte sem risco de crédito. Mas que se dependesse dele ele abriria mão de todos esses contratos pra voltar para um sistema mais simples e limpo.

Christian Bojlesen

Comentários, sugestões, correções favor enviar para gestor@bojlesen.com.br

Bojlesen
Capital

**CLUBE DE INVESTIMENTO
BOJLESEN**

Rua Dr Jesuino Maceil, 97
Campo Belo
São Paulo, SP 04615-001
gestor@bojlesen.com.br

Para maiores informações entre em contato ou acesse www.bojlesen.com.br