



Texto para Discussão 021 | 2020

Discussion Paper 021 | 2020

Keynes, Graham e o Investidor Inteligente

João Sicsú

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

This paper can be downloaded without charge from
<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

Keynes, Graham e o Investidor Inteligente¹

Setembro, 2020

João Sicsú

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

¹ Uma versão ampliada desse artigo foi publicada no *Journal of Post Keynesian Economics* 2020 (1).

1 Introdução

Apesar de ser assunto original e relevante, a atividade de Keynes como investidor só se tornou objeto de pesquisa nos últimos 5 ou 6 anos. Houve raras exceções anteriores, foram publicadas nos anos 1990. São os artigos de Pierce (1993), que descreve a postura de Keynes como investidor e o classifica com um investidor socialmente responsável; e Mini (1995), que relaciona sua postura consciente de investidor com a visão crítica em relação à bolsa de valores estabelecida na sua Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda (Keynes, 1973). A fonte original dessas pesquisas é um longo texto de Donald Moggridge (ver Keynes, 1983, cap.1, pp.1-113). A pesquisa de Moggridge foi e continua sendo uma fonte seminal.

Nos últimos anos, além da pesquisa de Moggridge, algumas novas fontes se tornaram públicas a partir de levantamentos feitos por pesquisadores ligados a universidades britânicas e italianas. As informações sobre os investimentos de Keynes estão espalhadas em muitos arquivos em The Papers of John Maynard Keynes, mantidos no King's College Archive Centre, em Cambridge. Elas incluem declarações de contas enviadas pelos corretores para Keynes, notas e cálculos manuscritos por Keynes sobre transações e lucros de cada empresa e trocas de correspondências (não publicadas) com outros investidores e empresários contendo considerações sobre empresas específicas.

A partir dessas fontes, foram desenvolvidas pesquisas sobre a atividade de Keynes nos mercados de moeda/câmbio, commodities e bolsa de valores. Por exemplo, Accominotti & Chambers (2016) trataram das atividades de Keynes no mercado de moeda/câmbio e Cristiano & Naldi (2014), no mercado de commodities. A literatura também se tornou profícua sobre suas atividades no mercado de ações: Chambers & Dimson (2013), Chambers & Kabiri (2016), Cristiano, Marcuzzo, Sanfilippo (2017), Cristiano & Marcuzzo (2018), entre outros citados à frente.

Benjamim Graham é considerado a maior autoridade de todos tempos para a orientação de investimentos no mercado de ações. Ele escreveu um livro clássico, o Investidor Inteligente, de 1949. Nele, Graham delineou características que um investidor e seu portfólio deveriam ter para serem bem-sucedidos. Seguindo alguns princípios traçados por Graham, o investidor poderia bater (superar) o mercado. Como é amplamente

reconhecido na literatura que Keynes bateu o mercado, o objetivo/pergunta desse artigo é: teria sido Keynes um investidor inteligente de Graham?

Alguns dos artigos que tratam da atividade de Keynes como investidor em bolsa de valores fazem referência a Benjamim Graham. Contudo, são referências ligeiras. Por exemplo, Wasik (2014, p.17) afirmou que Keynes está no “Pantheon of great investors” tais como Graham, George Soros e Warren Buffet. Chambers, Dimson, Foo, (2015, p.854) afirmaram tão-somente que a abordagem de valor² de Keynes era coincidente com a de Graham. A mesma ideia aparece repetida em Chambers & Dimson (2013, p.214 e p.223)

Na onda de trabalhos recentes, o único artigo que se dedicou a fazer um cotejamento das ideias de Keynes com as ideias de Graham é de Woods (2013). Cabe destacar que é um artigo que fez tal comparação se utilizando basicamente de ideias, conceitos e concepções – Woods (2013) fez pouquíssimas referências empíricas à pesquisa de Moggridge. A conclusão de Woods é que existe uma sobreposição e complementaridade e que, portanto, “... é razoável falar de um *esquema* Keynes-Graham” (Woods, 2013, p.439 – grifo no original).

Woods (2013) não utilizou fontes empíricas como as composições e movimentações de portfólios administrados por Keynes para apoiar os seus resultados. Tais informações, exceto as de Moggridge, somente se tornaram públicas alguns poucos anos depois da publicação do seu artigo. Talvez, o método utilizado tenha dificultado, por exemplo, a identificação da existência de concepções diferenciadas entre Keynes e Graham em termos de diversificação de portfólio. Por exemplo, como mostra esse artigo, as carteiras de ações administradas por Keynes eram concentradas em alguns poucos setores e

² Abordagem de valor (ou investimento em valor – *value investment*) significa que Keynes e Graham sugeriam e investiam levando em consideração o verdadeiro valor dos investimentos analisando o valor dos ativos das empresas e suas possibilidades de lucros. Ambos não acreditavam na hipótese dos mercados eficientes que afirma que os preços de ações são bons indicadores do valor verdadeiro das empresas. (ver Woods, 2013, pp.428-429)

empresas, uma forma de operar bastante diferente da média do que fazem investidores em ações.

Nesse artigo, utilizou-se as bases empíricas disponibilizadas na literatura para fazer o cotejamento da postura operacional de Keynes como investidor com os princípios estabelecidos por Graham, basicamente, no seu Investidor Inteligente. Foram utilizadas as informações de administração do portfólio pessoal de Keynes em Wall Street e em uma parte do portfólio do King's College. Keynes tinha total autonomia para movimentar essa parte do portfólio do King's, rotulado de portfólio discricionário.³ O período de análise é somente os anos 1930, já que há um consenso na literatura, que nessa década Keynes se tornou um investidor maduro, que reduziu drasticamente as suas atividades especulativas e que estava concentrado em fazer investimentos de forma empreendedora visando o longo termo – prática para a qual Graham buscava catequizar investidores.

Nossas conclusões são que existem pontos de coincidência entre Keynes e Graham. Keynes era um investidor empreendedor, era um investidor investigador em busca de conhecimento sobre seus investimentos (potenciais e efetivos) e garimpava ações pra comprá-las a um preço compensador em relação ao seu valor intrínseco – garantindo uma margem de segurança.⁴ Essas são táticas coincidentes com Graham. Contudo, como dito, Keynes, assim como por exemplo Warren Buffet, não era um admirador e/ou praticante da diversificação de carteira. Só essa característica já seria suficiente para delimitar a idiosincrasia de Keynes como um investidor. Portanto, nossas conclusões são que Keynes não foi na sua integralidade um investidor inteligente descrito por Graham, mas foi bem-sucedido. Portanto, há várias formas de atuação no mercado de valores que

³ Na qualidade de tesoureiro do King's College, Keynes conseguiu a permissão para separar uma parte dos fundos da instituição para administrá-la livremente de acordo com suas convicções e decisões – essa parte foi batizada de portfólio discricionário por Chambers, Dimson, Foo (2015).

⁴ Os conceitos de valor intrínseco e margem de segurança serão explorados exhaustivamente nas próximas duas seções. Na seção 2, são abordados de forma ainda superficial, mas na seção 3 serão detalhados.

podem levar o investidor a bater o mercado com taxas relevantes ao longo de muitos anos (e ao mesmo tempo evitar “stumers”). Essa era a estratégia de Keynes.⁵

O artigo tem a seguinte estrutura: na seção 2, faz-se uma descrição das ideias do economista Graham e das práticas de investimento de Keynes buscando contextualiza-las dentro de suas vidas pessoais e profissionais; na seção 3, faz-se tal descrição de forma detalhada, mas, em algum grau, restrita ao campo das ideias para Graham e ao nível da prática de investidor para Keynes, buscando cotejá-las para alcançar o objetivo do artigo. Na seção 4, é feita, como de praxe, um resumo das principais ideias do artigo assim como são refinadas algumas de suas conclusões.

⁵ Em carta a Francis Scott, datada de 7 junho de 1939, Keynes afirmou que os investimentos realizados deveriam estar submetidos a dois testes, que eram considerados definitivos: se superaram o mercado quando comparados com índices relevantes e se não incorporaram *stumers* (empresas sem ou que perderam valor intrínseco). (Keynes, 1983, pp.65-71)

2 O economista Graham e o Investidor Keynes

Benjamin Graham (1894 – 1976) foi professor da Universidade de Columbia entre 1928 e 1955. Entre seus alunos na Universidade de Columbia, esteve Warren Buffet que tinha decidido ingressar naquele curso de economia exclusivamente para conhecê-lo e poder desfrutar da sua atenção. Graham foi um grande teórico e pensador acerca dos investimentos em títulos. Escreveu dois clássicos: *Security Analysis* (em co-autoria com David Dodd), de 1934, e o *Investidor Inteligente*, de 1949. A partir dessas publicações, passou a ser amplamente reconhecido como o pai da ideia do *value investing* (investimento em valor). Esses dois livros de Graham são considerados nos dias de hoje como atuais e são referências para pesquisadores, profissionais e investidores nos mercados financeiros.

As principais ideias de Graham sobre investimentos em ações estão relacionadas ao estabelecimento da necessidade de avaliação (valuation) do valor real ou valor intrínseco da empresa. Graham pregava que o investidor inteligente deveria realizar estudos, pesquisar, ler relatórios e se empenhar para conhecer as empresas. Entretanto, não é fácil estabelecer o valor intrínseco de uma empresa. Logo, Graham argumentou que seria necessário comprar ações com uma margem de segurança que pudesse absorver erros de avaliação - o que amenizaria ou eliminaria perdas potenciais. A margem de segurança seria a diferença entre o preço de mercado da ação e o seu valor intrínseco. E este, por sua vez, deveria ter seu cálculo baseado na capacidade potencial de geração de lucros e no valor dos ativos da empresa.

O foco no valor intrínseco não era somente uma busca de margem, deveria estar também associado à ideia que empresas têm que ter a capacidade de gerar lucros futuros porque há interesse na distribuição desses lucros (dividendos) aos investidores. Então, investidores que fossem empreendedores deveriam tentar comprar ações baratas (isto é, com preços bem abaixo do seu valor intrínseco) para mantê-las. Elas só seriam vendidas se as empresas perdessem seus fundamentos. Portanto, a tática do *buy and hold* também é atribuída a Graham – em oposição à estratégia especulativa que ele rejeitava do *day trader* ou do *swing trader* (respectivamente, aqueles que compram ações para vender no mesmo dia e aqueles que compram ações para vender no curto termo). Assim, Graham estabeleceu a oposição da tática do pricing (buscar o preço adequado de compra baseado

no cálculo do valor intrínseco) *versus* a tática do timing, ou seja, encontrar o momento certo de compra (na baixa) e adivinhar (especular) o momento certo para venda (na alta). Graham preferia o investimento tipo *pricing* à especulação tipo *timing*. (ver Graham, 2018, pp.220-223)

A margem de segurança era vista de forma ampliada por Graham que considerava a possibilidade de erro ser menor quanto mais diversificada fosse uma carteira de investimentos em ações. Portanto, a margem de segurança envolvia também a necessidade de diversificação de participações acionárias. Mesmo que a margem de segurança fosse aplicada à compra de uma participação acionária, isso não a isentaria de ser fonte de prejuízos. Neste sentido, Graham considerava que quanto maior o número de participações acionárias bem escolhidas menor seria a chance de o portfólio, de forma integral, gerar prejuízo. Logo, diversificar significaria ampliar o conceito de margem de segurança ao portfólio para que fosse visto como uma cesta segura.

Na próxima seção, essas ideias de Graham foram sintetizadas na forma de princípios, que estão apresentados e referenciados de acordo com seu clássico *Investidor Inteligente*. Além de teórico e elaborador desses princípios de investimento, Graham colocou a “*skin in the game*”, para usar um jargão do mercado financeiro que significa colocar o seu próprio dinheiro para apostar em táticas decorrentes de seus princípios.

Logo após ter concluído o curso de economia na Universidade de Columbia, em 1920, Graham foi trabalhar na Wall Street em uma corretora. Lá, ele teve tarefas bem simples, mas alguns anos depois se tornou sócio da corretora. Em 1926, fundou a Graham-Newman (com Jerome Newman), que se tornou uma corretora muito bem-sucedida em Wall Street. Entre seus empregados estava seu ex-aluno Warren Buffet. Desfez a corretora e a sociedade entre 1956 e 1958 (ver Graham-Newman Corporation, 1958).

Por exemplo, na carta da Graham-Newman aos investidores no ano de 1946 foi dito que ao longo dos últimos dez anos, o retorno médio anual tinha sido de 17,6%, comparado a um retorno médio de 10,1% ao ano para o índice Standard Poor's (de 90 ações). (Graham-Newman Corporation, 1946, p.1) E como destacou o próprio Graham, ao longo da vida da corretora, eles “... alcançaram uma rentabilidade média de 20% ao ano sobre os vários milhões de capital que haviam aceitado gerenciar...” (Graham, 2018, p.574).

A despeito de ter sido um acadêmico, Keynes, diferentemente de Graham, não publicou artigos científicos ou livros específicos sobre táticas e estratégias de investimentos em papéis (ações ou títulos do governo). Suas ideias e conceitos sobre o tema foram coletados de suas correspondências, de suas anotações, de material que produziu para o consumo de empresas e instituições para as quais devia explicações devido à sua posição de gestor/conselheiro de investimentos, da análise dos portfólios pessoal ou dessas entidades, de seus discursos para audiências especializadas e de alguns poucos artigos de opinião de sua autoria. Keynes não foi um acadêmico no tema investimentos em papéis. Contudo, foi um ativo investidor nas bolsas de Nova Iorque e Londres.

Keynes comprou as suas primeiras ações em 1905, quando ele tinha 22 anos. Adquiriu quatro ações da Marine Insurance Company; logo em seguida, adquiriu também quatro ações da Mather & Platt, uma empresa de engenharia. (Keynes, 1983, p.3) Contudo, sua atividade na bolsa de valores, de forma mais dedicada e com mais recursos, teve início somente em 1910, na City. Desse ano em diante, Keynes nunca mais se afastou dessa atividade. No período entre 1910 e 1918-19, Keynes comprava ações restrito pelo limite da sua renda e capacidade de fazer poupança. A partir de 1919, com 36 anos, ele passou a tomar vultosos empréstimos e a realizar transações alavancadas com montantes elevados.

Houve uma mudança de postura de Keynes no ano de 1919, quando passou a ser muito mais agressivo nos mercados financeiros – o que se deveu provavelmente ao tempo mais livre que passou a ter para se dedicar a essa atividade devido à sua saída do cargo que ocupou como servidor público do Tesouro britânico. Mas, também, se deveu à sua associação com Osvald Falk, seu colega no Tesouro. Falk também era sócio da Buckmaster & Moore, uma corretora de valores mobiliários londrina.

A partir de 1919 e durante toda a sua vida, Keynes desenvolveu atividade especulativa principalmente nos mercados de moeda/câmbio e de commodities, mas também na bolsa de Londres (nesse mercado de valores, especialmente durante a década de 1920). Nos mercados de câmbio, Keynes operava com moedas da França, Itália, Holanda, Alemanha, Estados Unidos, Noruega, Dinamarca e Índia. Nos mercados de commodities, Keynes operava, pelo menos, com trigo, algodão, milho e borracha. (Moggridge in Keynes, 1983, cap.1)

Uma história é exemplar para se ter ideia dos montantes e da agressividade que Keynes operava nos mercados especulativos. Em 1936, Keynes estimou a capacidade cúbica da Capela do King's College quando ele estava prestes a receber uma volumosa carga de trigo. Mas ele ficou muito irritado por considerá-la pequena demais. Keynes, provavelmente, adquiriu todo o suprimento de trigo referente ao consumo de um mês da Grã-Bretanha. Navios se enfileiraram para entrar no Tâmis para fazer o descarregamento. O final da história foi que ele conseguiu atrasar o recebimento questionando a qualidade/limpeza da carga. O processo de limpeza durou um mês. E Keynes desfez a posição sem que tenha incorrido em perdas ou ganhos. Ele fez essa operação com uma conta margem⁶. (Moggridge in Keynes, 1983, pp.9-12)

Nosso foco é a atuação de Keynes enquanto investidor em participações acionárias em Wall Street e na City na década de 1930. Contudo, desde os anos 1920, ele tinha demonstrado uma atenção especial pelo investimento em ações quando publicou uma resenha do livro *Common Stocks as Long-Term Investments* de Edgar Lawrence Smith. Nela, afirmou um esboço de princípios que viria a se tornar prática de investidor na década seguinte. Keynes escreveu:

... o mais importante do Sr. Smith, e é certamente seu ponto mais novo. Empresas industriais bem administradas não distribuem, como regra, aos acionistas todo o lucro obtido. Nos anos bons, se não em todos os anos, elas retêm uma parte de seus lucros e os colocam de volta no negócio. Assim, há um elemento de juros compostos operando em favor de um sólido investimento industrial. Ao longo dos anos, o valor real da propriedade de uma indústria sólida está aumentando a juros compostos, independentemente dos dividendos pagos aos acionistas. (Keynes, 1983, p.250)

⁶ Conta margem é uma conta com saldo oferecida por uma corretora de valores ao investidor para que ele possa operar. De fato, é uma modalidade de crédito. Dessa forma, o investidor pode alavancar seus investimentos ou aproveitar oportunidade que considera vantajosa sem precisar se desfazer de seus próprios investimentos.

Nesta ocasião, Keynes identificou, enfatizou e elogiou as ideias centrais de Smith que eram as seguintes: (i) *com o passar do tempo*, um investimento bem administrado pode se transformar num negócio sólido e (ii) *com o passar do tempo*, os juros compostos valorizam de forma potencializada um investimento. Aqui estava a semente da concepção que ações são um investimento de longo termo – e não objeto especulativo de curto termo.

Keynes realizou investimentos em mercados financeiros, de forma dedicada e profissional, por mais de 25 anos (de 1918 a 1946). Suas práticas e filosofia de investidor mudaram ao longo do tempo. Isso está registrado nas suas próprias palavras e pelas anotações oficiais de seus investimentos (tal como será visto na próxima seção). Na literatura, há duas avaliações sobre a filosofia de investimento de Keynes. A primeira vem de pesquisadores vinculados a universidades britânicas e a segunda, de pesquisadores sediados em universidades italianas.

Pesquisadores ligados a universidades britânicas concluíram que: “Na década de 1930, Keynes tornou-se o ‘investidor de longo termo’, examinando cuidadosamente os fundamentos e tentando resistir ao comportamento irracional de rebanho”. (Chambers & Kabiri, 2016, p.325). Suas “... evidências de pesquisa sugerem que Keynes mudou substancialmente sua abordagem de investimento no final de 1932 [e que houve] uma quebra estrutural por volta dessa época” (Chambers, Dimson, Foo, 2015, p.853). Keynes teria adotado “... uma abordagem de valor, embora certamente depois de Graham, [mas] surgiu sem qualquer contato aparente [entre eles]” (Chambers, Dimson, Foo, 2015, p.854). Enfim, a avaliação da trajetória de filosofia de investimento de Keynes pode assim ser resumida na visão britânica:

Começando como um gestor de carteira top-down, buscando o tempo de sua alocação em ações, títulos e caixa de acordo indicadores macroeconômicos, ele evoluiu para um investidor bottom-up a partir do início dos anos 1930, escolhendo as ações negociadas com desconto em seu ‘valor intrínseco’ – termo por ele mesmo empregado. Em sequência, seus investimentos em ações

começaram a superar o mercado em bases consistentes. (Chambers & Dimson, 2013, p.214)⁷

Pesquisadores vinculados a universidades italianas têm uma avaliação que revela menos nitidez entre os dois períodos (top-down e bottom-up) atribuídos, segundo a visão britânica, à atuação de Keynes como investidor. Parecem destacar um processo de amadurecimento intelectual e como investidor que tenderia a formar uma visão idiossincrática de complementaridade de alguns aspectos dos dois períodos. Não negam que houve mudança entre a atuação de Keynes como investidor da década de 1920 para a de 1930. Contudo, destacam também importantes continuidades. Dos anos 1920 para os 1930, uma possibilidade levantada pela visão italiana é que “...Keynes estava procurando um tipo de informação e análise que pudesse ser *complementar* a sua própria análise e informação como um economista” (Cristiano & Marcuzzo, 2018, p.276 – grifo no original) A seguir uma passagem-síntese da avaliação italiana:

... nossos resultados sugerem que Keynes [na década de 1930] era um operador informado que ainda se dedicava a alguma especulação de curto termo, mas certamente não em uma escala comparável às suas transações da década de 1920. Quanto à mudança para a estratégia bottom-up baseada na seleção de um conjunto relativamente restrito de ativos para serem mantidos por períodos relativamente longos, sem que fossem consideradas as flutuações em seu valor contábil, certamente encontramos algumas evidências para isso, mas hesitaríamos em concluir que ele abandonou totalmente a consideração do panorama mais amplo e de uma visão macro da economia. (Cristiano, Marcuzzo, Sanfilippo, s/d, p.19)

A visão italiana talvez indique que Keynes se tornou na década de 1930 um investidor plenamente idiossincrático. Keynes teria sido, ao mesmo tempo, top-down e bottom-up,

⁷ Em poucas palavras: o método bottom-up apóia a sua análise nos fundamentos das empresas para relacioná-los com o cenário macroeconômico, que fica em segundo plano. O método top-down faria o movimento inverso, parte-se da análise do contexto macroeconômico e são selecionadas as empresas que supostamente seriam bem-sucedidas diante do cenário analisado.

menos especulador e mais investidor, estudioso da macroeconomia e da microeconomia das empresas e ampliou de forma exaustiva o número de pessoas que trocava informações e ideias sobre investimentos. Na visão italiana: “... as escolhas de portfólio de Keynes podem ter sido o resultado da justaposição de sua visão geral e análise sistemática de todo o sistema econômico com a informação que ele realmente poderia obter [das empresas através de estudos e contatos profissionais]” (Cristiano & Marcuzzo, 2018, p.277).

O que emerge do que foi dito é que Keynes sempre foi um economista e investidor que observou a complexidade de fatores que estão por trás da volatilidade dos preços das ações em bolsa de valores e, além disso, que ele progressivamente perdeu (dos anos 1920 para os anos 1930) uma suposta plena confiança na sua capacidade de prever preços de ativos no curto termo. Por fim, ele conjugou o estudo do funcionamento da economia com a busca pelo entendimento dos fundamentos dos preços dos ativos individuais para formar uma base para a tomada de decisão de portfólio que pudesse ser lucrativo no longo termo. Na próxima seção, a atuação no mercado de ações, durante os anos 1930, do investidor idiossincrático Keynes será cotejada com os princípios estabelecidos por Graham em seu Investidor Inteligente. Terá sido Keynes um investidor inteligente descrito por Graham?

3 Os princípios de Graham e o investidor Keynes

Não é tarefa trivial pinçar de uma teoria alguns princípios com o objetivo de organizá-la a partir de seus pilares. Sempre poderão ocorrer questionamentos sugerindo a ampliação do número de princípios escolhidos - ou poderá ocorrer o contrário. Apesar de se ater a um método, tal formatação de princípios é uma escolha individual. Buscou-se o essencial, o mínimo, o mais simples. Aqui, princípios são sinônimos de postulados – que no caso de Graham foram testados porque ele colocou a sua “skin in the game”.

A estratégia do Investidor Inteligente foi organizada em quatro princípios: investimento como empreendimento, busca do conhecimento do investimento (efetivo ou potencial), investimento com margem de segurança e diversificação da carteira de investimentos.⁸ Keynes teria seguido os princípios de Graham?

3.1 Princípio do investimento como empreendimento

Graham sugeriu que o investidor empreendedor teria o sentimento de um empresário. Compraria ações de empresas que ele teria interesse real nos seus negócios. Disse ele: “Investir é mais inteligente quanto mais se parece com um *negócio*. (...) cada papel privado deve ser visto, em princípio, como um interesse de proprietário...”.(Graham, 2018, p.566) Ao estabelecer essa compreensão, Graham diferenciou o investidor empreendedor do especulador que atua na bolsa de valores. O investidor empreendedor busca, nas palavras de Graham, “... segurança do principal e um retorno adequado. As operações que não atendem a essas condições são especulativas”. (Graham, 2018, p.37) Enfim, enquanto o investidor empreendedor está com sua atenção voltada para a saúde produtiva, financeira e comercial da empresa para que possa gerar lucros (e dividendos),

⁸ Woods (2013) fez comparações entre as ideias de Keynes e Graham abordando 8 quesitos: (1) posicionamento sobre especulação *versus* investimento empreendedor, (2) crença na eficiência dos mercados de valores, (3) precificação e avaliação de ações, (4) avaliação de risco *versus* incerteza e a liquidez de ativos (5) influência de aspectos comportamentais e fatores psicológicos sobre os preços das ações, (6) adoção de uma margem de segurança como requisito para a aquisição de participações acionárias, (7) importância dos rendimentos dos ativos em carteira e (8) importância da boa governança das empresas. Embora tenhamos delineado quatro princípios, considera-se que todos os temas abordados por Woods (2013) estão contidos em nossa análise.

o especulador foca sua atenção na volatilidade dos preços de mercado das ações da empresa – tentando compra-las na baixa para vende-las na alta.⁹

Keynes, ao longo dos anos 1930, desenvolveu em termos teóricos a diferenciação entre (o jogo da) especulação e (o investimento) empreendimento¹⁰. Além disso, se tornou um investidor empreendedor na City e em Wall Street. Curiosamente, a sua transição teórica da Economia Clássica para o modelo de funcionamento econômico apresentado na sua Teoria Geral correspondeu a uma mudança de atitude perante o mercado de ações. Em fevereiro de 1933, na fase em que estava acumulando rascunhos do que viria a ser a sua Teoria Geral, Keynes publicou o artigo *The Kaffir boom: will history repeat itself?*¹¹ onde descreveu o comportamento especulativo:

... um especulador é um homem que antecipa o comportamento de outros especuladores, de modo que se todos os especuladores tiverem as mesmas antecipações, todos estarão - temporariamente - certos; e unicamente quando a música para - pois no jogo da dança das cadeiras os especuladores jogam uns com os outros - alguém vai ficar sem um assento. (...) é da natureza dos especuladores passar de um campo para o outro; e como cada onda sucessiva

⁹ Apesar do ceticismo de Graham em relação à atividade especulativa, Jason Sweig fez intrigante observação em nota no próprio *Investidor Inteligente*, disse ele: “A especulação é benéfica por dois motivos: primeiro, sem especulação, companhias novas e não testadas (como a Amazon.com ou, no início, a Edison Electric Light Co.) nunca seriam capazes de obter o capital necessário para se expandir. A probabilidade pequena, porém atraente, de ganho grande é o óleo que lubrifica a máquina da inovação. Segundo, o risco troca de mãos (mas nunca é eliminado) cada vez que uma ação é comprada ou vendida. O comprador compra o risco primário de que essa ação pode cair. Entretanto, o vendedor ainda retém um risco residual, a possibilidade de que a ação que ele acaba de vender suba!” (Sweig in Graham, 2018, p.40, n.2) A edição revisada de *o Investidor Inteligente* publicada originalmente em 1973 é apresentada com comentários de Jason Sweig em notas de rodapé e com textos mais longos ao final de cada capítulo.

¹⁰ Sweig (in Graham, 2018, p.159) fez o seguinte comentário a respeito de Keynes: “O grande economista inglês John Maynard Keynes parece ter sido o primeiro a usar o termo “empreendimento” como sinônimo para investimento analítico”.

¹¹ Em dezembro de 1932, a África do Sul abandonou o padrão ouro e se juntou ao grupo de países cujas taxas de câmbio eram indexadas à libra esterlina. A desvalorização resultante da libra sul-africana implicou aumento significativo nas receitas em moeda local das empresas de mineração de ouro. Isso levou a um boom nas ações das empresas de ouro da África do Sul, ou Kaffirs, no mercado de Londres. (Moggridge in Keynes, 1982a, Vol. XXI, p.225)

de especuladores ‘realiza seus lucros’ em um mercado, ela está impaciente para encontrar outra chance. (Keynes, 1982a, Vol. XXI, pp.227-228)¹²

No capítulo 12 da Teoria Geral, Keynes desenvolveu essa concepção que diferenciava a atividade especulativa da atividade empresarial empreendedora no mercado de ações - convergindo suas ideias com as ideias de Graham. Na sua Magnum Opus, Keynes utilizou a figura dos concursos organizados por jornais onde os participantes teriam que escolher entre 100 fotografias aquelas seis que fossem consideradas os mais belos rostos por todos os demais participantes. Nesse caso, cada jogador seria um especulador, não escolheria as seis mais belas faces segundo o seu ponto de vista, mas sim tentaria adivinhar o que todos os demais escolheriam para tentar superá-los. Sendo assim, Keynes considerou que poderia relacionar “... o termo especulação à atividade de previsão da psicologia do mercado e o termo empreendimento à atividade de previsão do rendimento futuro dos ativos durante toda sua vida...” (Keynes, 1973, p.158).

Como destacou Pierce, a visão expressa na Teoria Geral já correspondia a uma postura empreendedora de Keynes na bolsa de valores:

No momento em que seus pontos de vista sobre especulação no mercado de ações apareceram na Teoria Geral, há muito tempo ele selecionava ações com base na rentabilidade de longo termo das empresas, uma estratégia que atendia aos padrões estabelecidos para o investimento no mercado de ações e apoiava o objetivo social do mercado. Durante os anos 1930, então, Keynes não participou do cassino. Ele estava motivado pela perspectiva de lucro, suas atividades de investimento eram empreendedoras, não especulativas. (Pierce, 1993, p.19)

Para Keynes, o investidor era aquele que deveria ancorar suas decisões em perspectivas de longo termo buscando conhecer o setor da empresa, a sua história, a capacidade do seu

¹² “É dito que, quando Wall Street está ativa, pelo menos a metade das compras ou vendas de investimentos são realizadas com a intenção, por parte do especulador, de revertê-las *no mesmo dia*.” (Keynes, 1973, p.160n, grifos no original)

corpo de dirigentes e os seus lucros passados e futuros. Somente dessa forma, uma operação de compra de ações seria empreendedora, “definitiva e irrevogável”. Nas palavras de Keynes,

O espetáculo dos mercados de investimentos modernos tem me levado, algumas vezes, a conclusão que a compra de um investimento de forma definitiva e indissolúvel, como o casamento, exceto por razão de morte ou por outra causa grave, pode ser um útil remédio para os nossos males contemporâneos. Isso obrigaria os investidores a dirigir sua mente para as perspectivas de longo termo e somente para elas. (Keynes, 1973, p.160)

Dessa forma, a política de investimentos de Keynes, tal como um empreendedor, tinha um caráter duradouro. Suas retenções de participações acionárias eram por muitos anos. Contudo, Keynes era ágil em caso de as empresas perderem os fundamentos que motivaram a compra de suas ações. Nas palavras de Keynes:

É verdade que unicamente mudo minha política geral em longos intervalos. É também verdade que eu nem mesmo mudo frequentemente as propriedades individuais, e que meu período médio de retenção é bem longo. Ainda assim, não sou certamente um investidor lento. Eu sou muito rápido. (Keynes in Holder & Kent, 2011 p.5)

Durante o período que Keynes manteve portfólio pessoal com ações negociadas em Wall Street, em correspondências a Kahn e Scott¹³, ele chamou algumas de suas participações de seus “pets”. Seu grau de estimação por essas ações era elevado, foram mantidas por longos períodos de tempo em carteira. Cristiano, Marcuzzo, Sanfilippo (2017, tabela 1) selecionaram 20 empresas que consideraram ser os “pets” de Keynes na medida em que foram mantidas no portfólio por pelo menos quatro anos (durante o período de 1931-1939).

¹³ A carta a Kahn (de 5 de maio de 1938) e a carta a Scott (de 10 de abril de 1940) estão em Keynes (1983, Vol.XII, respectivamente em p.100 e p.77).

Chambers, Dimson, Foo (2015, p.847, tabela 1) calcularam o turnover do portfólio do King's que era administrado por Keynes. Eles calcularam esse índice de rotatividade de 1921 a 1946.¹⁴ A partir de seus resultados é possível calcular o turnover médio desse portfólio do King's no período de 1923 a 1929, quando Keynes era um ativo especulador, que foi de 58,3%. Por outro lado, no período de 1933 a 1939, quando Keynes já era um investidor empreendedor maduro, tal turnover médio caiu para 33,4%, o que demonstra uma atividade de compras e vendas bem mais reduzida.

Há plena coincidência das visões estabelecidas por Keynes e Graham sobre a definição e distinção entre especulação e investimento empreendedor. Além disso, a atuação de Keynes no período analisado corrobora uma relação de consistência entre definição teórica e prática no mercado de ações. Possivelmente, a partir da conexão entre transição teórica e mudança de prática financeira Keynes ganhou consciência do que fazia no passado era especulação. E, nas palavras de Graham, poderia ser uma especulação pouco inteligente: "... há muitas maneiras pelas quais a especulação pode ser pouco inteligente ... [por exemplo] especular quando você pensa que está investindo..." (Graham, 2018, p.40).

3.2 Princípio da análise minuciosa e da busca pelo conhecimento

Graham sugeriu que o investidor inteligente deveria basear suas decisões no conhecimento absorvido. O método deveria ser analisar exaustivamente uma empresa e seus negócios com objetivo de, primeiramente, evitar prejuízos sérios, e em segundo lugar, obter ganhos adequados. Ele enfatizou: "Por meio de uma análise minuciosa, entendemos, naturalmente, o estudo dos fatos à luz de padrões estabelecidos de segurança e valor." (Graham, 2009, p.106) Isso significava proteger o capital principal investido e obter dividendos desejáveis – não necessariamente extraordinários. Nas palavras de Graham, "A taxa de retorno buscada deve depender de quanto esforço inteligente o investidor está disposto e é capaz de envidar". (Graham, 2018, p.110) E concluiu: "O

¹⁴ Chambers, Dimson, Foo (2015, p.847) definiram "... o turnover como a média de compras e vendas em um dado ano financeiro, dividida pelo valor médio do portfólio de ações do Reino Unido ao longo desse ano".

rendimento máximo seria obtido pelo investidor atento e empreendedor, que exercita ao máximo a sua inteligência e capacidade”. (Graham, 2018, p.110)

Keynes era um investidor dedicado que buscava muitas informações acerca das empresas que pretendia investir. Utilizava inúmeras fontes, conjugava com seus conhecimentos macroeconômicos, acompanhava o cenário internacional, fazia estudos sobre empresas e buscava trocar ideias com grupos seletos de profissionais do mercado financeiro e das próprias empresas.

É inegável que a abordagem bottom-up sugerida e praticada por Graham era um dos instrumentos de Keynes. Cristiano & Marcuzzo destacaram, nas próprias palavras de Keynes, que para ele um investidor maduro era aquele que fazia

... estudos extraordinariamente cuidadosos do valor intrínseco e das perspectivas de longo período dos principais títulos americanos, o tipo de estudo que infelizmente é impossível de ser feito neste país [a Grã-Bretanha] por falta de dados, mas que pode ser feito na América, especialmente no caso das principais empresas de serviços públicos (carta de Keynes para Scott¹⁵ de 25 de abril 1939, Keynes in Cristiano & Marcuzzo, 2018, p.276)

Cristiano & Marcuzzo (2018, p.276) fizeram referência a outra carta que Keynes escreveu a Scott com quatro páginas contendo uma análise detalhada da Austin Motors, uma das empresas preferidas de Keynes. Tal análise continha aspectos industriais e financeiros e é um exemplo dos “estudos extraordinariamente cuidadosos” que empresas deveriam ser submetidas periodicamente.

Em carta a Recknell¹⁶, de 30 de abril de 1938, onde tratou de suas expectativas de que a economia norte-americana não sofreria quedas mais profundas além do patamar que já estava e, portanto, as posições em ações deveriam ser mantidas, Keynes lançou como

¹⁵ Francis C. Scott era diretor-geral da Provincial Insurance Company, empresa que Keynes também era membro do Board (Moggridge in Keynes, 1983, Vol.XII, p.19 e p.1)

¹⁶ G. H. Recknell era atuário e trabalhava na National Mutual Life Assurance Society, empresa cuja Keynes foi seu Chairman de 1921 a 1938. (Moggridge in Keynes, 1983, Vol.XII, p.28 e p.1)

argumento de autoridade analítica os seus estudos. Disse ele “... depois de *ler inúmeros relatórios e análises estatísticas* da posição americana, não vejo razão para esperar uma nova recessão muito séria...” (Keynes, 1983, Vol.XII, p.40 – grifo nosso). É inegável que Keynes, como um macroeconomista, também utilizava a abordagem top-down.

A visão de Keynes de que era preciso ter profundo conhecimento sobre as participações acionárias em carteira ou sobre aquelas que poderiam ser adquiridas ficou bastante explícita nos argumentos que utilizou em carta, de fevereiro de 1942, a Scott. Ele escreveu que “... preferia um investimento sobre o qual tivesse informações suficientes para formar um julgamento a dez títulos sobre os quais sei pouco ou nada”. (Keynes, 1983, Vol.XII, p.81)

Keynes rejeitou ainda a influência sobre os investidores que vinha da superficialidade das notícias dos jornais que pareciam ter mais peso do que os estudos aprofundados. Disse ele em tom de crítica: “Em todo Board que eu participo, a grande maioria é influenciada muito mais pelas flutuações diárias que leem nos jornais do que pelo cálculo fundamentado do rendimento ou das perspectivas ao final”. (carta de Keynes para Scott de 7 de junho de 1937- Keynes in Cristiano & Marcuzzo, 2018, p.277)

Além disso, Keynes construiu uma rede bem organizada de profissionais para auxiliar suas avaliações e obter informações, tanto nas empresas quanto nos mercados financeiros, tanto na Grã-Bretanha quanto nos Estados Unidos. Pesquisa de 2012 mostrou que Keynes tinha milhares de contatos e que das 247 empresas que teve ações ao longo da sua vida, em 46 ele tinha relacionamentos próximos. (Chambers & Dimson, 2013, p.225) Ele também trocava ideias e ouvia avaliações, principalmente, de cinco especialistas: Oswald T. Falk, Rupert Trouton, Walter S. Case, Richard F. Kahn e Francis C. Scott. (Cristiano & Marcuzzo, 2018, p.272-274) Excetuando Kahn, que era um acadêmico e pupilo de Keynes, todos os demais atuavam profissionalmente em mercados financeiros.

Essas relações pessoais talvez possam justificar a aquisição de certas participações acionárias por parte de Keynes. Por exemplo, ele foi muito ativo nos Estados Unidos em seus contatos com membros da direção de empresas de serviços públicos e fundos de investimento. Chambers & Kabiri (2016) especularam que Keynes talvez tenha se empenhado nesses contatos para compensar a dificuldade de entendimento das diversas

questões que envolviam empresas de serviços públicos e devido à necessidade de entendimento das operações do portfólio dos fundos de investimento. Então, destacaram:

Nos setores de serviços públicos e fundos de investimento, as conexões de Keynes parecem ter sido importantes, enquanto nas industriais elas não são. Nós podemos apenas especular sobre as razões desse padrão. Uma possível explicação pode estar na relativa complexidade de analisar ações de serviços públicos e fundos de investimento. Os primeiros tinham estruturas de holding complicadas e estavam sujeitos a uma considerável incerteza regulatória, e o entendimento do segundo consistia em compreender os valores intrínsecos de ativos contidos nas suas carteiras de ações. (Chambers & Kabiri, 2016, p. 319)

Há indícios que Keynes possivelmente recebia informações que eram sensíveis a preços. Contudo, o mais provável era que Keynes utilizava tais informações para fundamentar suas análises e sustentar suas posições (Chambers, Dimson, Foo, 2015, pp.857-858, Chambers & Dimson, 2013, p.225-226 e Cristiano & Marcuzzo, 2018, p.272), já que era fundamentalmente um investidor (de longo termo) e não um especulador (de curto termo). Cabe lembrar que na época que Keynes atuava nos mercados financeiros não existia a visão consolidada que temos nos dias de hoje acerca das relações do *board* de empresas (de capital aberto) com investidores em mercados financeiros. Naquela época, não existiam sequer regulações acerca de *inside information* – inclusive “Keynes não tinha necessidade de esconder o fato de que ele tinha amigos influentes na City” (Cristiano & Marcuzzo, 2018, pp.271-272).

Keynes e Graham compartilharam da mesma visão que o investidor precisa desenvolver estudos e análises minuciosas acerca dos investimentos que possui ou que pretende fazer. A ênfase de Graham está no esforço inteligente e na busca de julgamentos técnicos baseados em pesquisa – realizada de forma tradicional. Além desse esforço da inteligência, Keynes colocou em prática também a construção, desenvolvimento e funcionamento de uma rede de contatos que pudesse lhe dar informações que, possivelmente, ele não conseguiria através da leitura de relatórios, análise de dados ou pesquisa. Tal empreitada não é oposta ao método de Graham. Em algum grau, ela pode ser encontrada em seus escritos.

Graham destacou que, por exemplo, a aquisição de *growth stocks*¹⁷ somente se justificaria se o investidor empreendedor “... tem uma relação íntima com a companhia específica – através de emprego, conexão familiar etc. –, a qual justifica a aplicação de uma grande parte de seus recursos em um papel...” (Graham, 2018, p.188). Em relação aos investimentos de Keynes, por exemplo, a participação acionária em grande escala e com retornos significativos na mineração é um exemplo de “relação íntima com a companhia” que foi bem-sucedida. (Chambers, Dimson, Foo, 2015, p.864)

Em síntese, Keynes era um investidor dedicado, estudioso, investigador e bem informado (que possuía extensa rede contatos); todo esse arsenal foi utilizado para que pudesse fazer o cruzamento de abordagens top-down e bottom-up.

3.3 Princípio da compra de ações baseado em margem de segurança

Graham delineou o conceito de margem de segurança de forma peculiar. Para Graham, haveria margem de segurança quando a taxa de lucro esperada da empresa sobre o preço da ação fosse superior a taxa de juros paga pelos títulos do governo. Graham não se referiu aos dividendos pagos, mas sim aos lucros totais esperados, que ele chamou de poder de lucro (*earning power*). Nas suas palavras, “Imagine um caso típico em que o poder de lucro seja de 9% sobre o preço e a taxa de juros das obrigações seja de 4%; então o comprador de ações terá uma margem anual média de 5% em seu favor”. (Graham, 2018, p.557) Os lucros reinvestidos e não distribuídos por uma empresa eram também vistos de forma positiva por Graham na medida em que avaliava que “...existe uma conexão razoavelmente próxima entre o crescimento dos lucros das empresas por meio do reinvestimento dos lucros e o crescimento dos preços das ações” (Graham, 2018, p.557).¹⁸

¹⁷ *Growth Stocks* são ações de empresas que têm potencial de crescimento maior que o índice do mercado. O aspecto determinante é o preço das ações subir mais que o índice de mercado e, por vezes, que a maioria das ações disponíveis no mercado. Além disso, essas ações podem não distribuir dividendos, ou o fazem em pequenas porcentagens, uma vez que todo ou quase todo o lucro é reinvestido no desenvolvimento da empresa. Nos dias de hoje, os melhores exemplos são empresas que são densas de tecnologia.

¹⁸ A análise de Graham não é sobre o dividend-yield, ou seja, quanto o investidor recebeu em um ano em dividendos por ação dividido pelo preço da ação. Primeiramente, o dividend-yield denota o passado e Graham está tentando decifrar o futuro da empresa e, em segundo, lugar, como dito, os lucros não distribuídos, mas que serão reinvestidos, são muito importantes na análise de Graham. A importância

Uma outra medida de margem de segurança tinha sido estabelecida por Graham & Dodd: “... ‘margem de segurança’ reside no desconto a que a ação está sendo vendida abaixo de seu valor intrínseco mínimo...” (Graham & Dodd, 2009, p.373).

Graham, portanto, sugeriu dois tipos de margem de segurança: (i) a vantagem que o rendimento do investimento em ações pode ter sobre o rendimento de obrigações do governo e (ii) a vantagem em termos de desconto que o preço cotado de ações pode ter em relação ao seu valor intrínseco. Respectivamente, podemos chama-las de margem de rendimento e margem de capital. Tais margens são complementares, como será visto.

Os conceitos de margem de segurança e do valor intrínseco delineados por Graham são coincidentes com as ideias de Keynes estabelecidas, principalmente, nos capítulos 11 e 12 da sua Teoria Geral. O *poder de lucro* de Graham é equivalente à *eficiência marginal do capital* de Keynes (definida em Keynes, 1973, cap.11), ou seja, ambos os conceitos se referem aos lucros esperados. Segundo Keynes, a decisão de investir em um ativo ocorreria quando a eficiência marginal do capital superasse ao longo do tempo a taxa de juros de ativos concorrentes, por exemplo, os títulos do governo. (Keynes, 1973, pp.135-137)¹⁹

Embora Keynes estivesse se referindo a aquisição de ativos reais, a sua comparação entre lucros esperados e juros de ativos concorrentes expressava a margem de rendimentos destacada por Graham. De forma análoga, para Keynes, o empresário teria uma margem de segurança para investir (em ativos de capital) quando vislumbrasse uma taxa de rendimentos superior a outras possibilidades líquidas (títulos do governo).

Para Keynes, a eficiência marginal do capital deveria ser calculada em relação ao preço de oferta do ativo de capital, isto é, quanto foi pago pelo empresário para fazer o investimento real e inicial. Keynes definiu a “... eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente da série de anuidades dada pelos

destacada por Graham é exatamente aquela que Keynes havia enfatizado na resenha que publicou em 1925 do livro de Lawrence Smith, tal como destacado na seção anterior.

¹⁹ Keynes ressaltou que o que ele chamou de *eficiência marginal do capital* já tinha sido definida por Irving Fisher em 1930 como *taxa de retorno sobre o custo*. (Keynes, 1973, p.140)

retornos esperados do ativo de capital, durante toda a sua vida, exatamente igual ao seu preço de oferta” (Keynes, 1973, p. 135). De forma mais ampla, a eficiência marginal do capital é a taxa de rendimentos esperados de um ativo descontados todos os custos relativos à aquisição, carregamento e manutenção do ativo.

A questão mais relevante para Keynes era que os rendimentos futuros são rendimentos esperados. Portanto, são calculados no presente com base em expectativas sobre o futuro. Logo, tais rendimentos são encontrados a partir de cálculos - quase que exclusivamente – baseados em subjetividades. Para agravar essa falta – quase plena - de objetividade, Keynes adicionou a ideia que não bastaria aos agentes formarem expectativas sobre rendimentos futuros, mas também deveriam estabelecer o grau de confiança nessas expectativas. Haveria, dessa forma, a dificuldade para formar expectativas (que chamou de *expectativas de longo termo*) que é agravada pela própria desconfiança nas expectativas formadas. Assim, Keynes destacou:

Nosso conhecimento dos fatores que governarão o rendimento de um investimento alguns anos à frente é usualmente muito fraco e frequentemente desprezível. Se falarmos francamente, temos de admitir que nossas bases de conhecimento para estimar o rendimento provável dez anos à frente de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica têxtil (...) quantificam pouco e algumas vezes nada; ou mesmo cinco anos à frente. (Keynes, 1973, pp.149-150)

Para Keynes, a separação entre a propriedade e a gestão dos negócios que surgiu com a organização das bolsas de valores deixou mais claro ainda a importância da análise das expectativas de longo termo sobre os rendimentos futuros dos negócios. O valor de uma empresa deveria refletir seus rendimentos esperados. Em outras palavras, quanto maior a eficiência marginal do capital (e o valor do investimento inicial) mais deveria valer uma empresa, ou seja, quanto maior a margem de rendimentos maior poderia ser a margem de capital.

Sendo assim, se investimentos podem ser feitos através da bolsa de valores, qualquer indivíduo investidor deveria formar expectativas acerca de uma empresa ao adquirir (ou desejar) uma participação acionária. Contudo, segundo Keynes, o investimento que era

ilíquido e de propriedade dos seus gestores se transformou em ativo líquido cujos proprietários não são mais seus gestores - que eram pessoas que poderiam conhecer melhor o negócio. Além disso, a liquidez dos títulos de propriedade dos ativos de capital criou um ambiente propício para a especulação e para transações em grande escala em curto espaço de tempo, mas muitas vezes eram e são transações sem fundamentos reais. Em tom bastante crítico, Keynes indicou que a liquidez dos títulos de propriedade dos ativos de capital poderia estimular “... as forças obscuras contemporâneas e a insegurança que envolvem nosso futuro” (Keynes, 1973, p.155).²⁰

Dessa forma, Keynes destacou que o preço das ações poderia estar em desacordo com as verdadeiras possibilidades do investimento real. Isso poderia ocorrer porque:

- a) pessoas que são proprietárias de participações acionárias de empresas não têm conhecimento aprofundado do negócio, seja de assuntos correntes, seja acerca de circunstâncias futuras; há uma séria redução do elemento de real conhecimento na avaliação do valor do investimento por essas pessoas que possuem ou que tencionam adquirir um negócio; (Keynes, 1973, p.153)
- b) as flutuações que ocorrem em períodos curtos de tempo dos lucros dos negócios, embora sejam efêmeras e desprovidas de importância, tendem a exercer sobre os proprietários de participações acionárias uma influência excessiva e mesmo absurda; (Keynes, 1973, pp.153-154)
- c) as avaliações, resultantes da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, estão sujeitas a modificações violentas em decorrência de mudanças que têm pouco significado para os rendimentos dos negócios; assim, as bolsas de

²⁰ Graham, diferentemente de Keynes, parece ter uma avaliação positiva sobre a liquidez do mercado de ações. Nas suas palavras: “... o que essa liquidez significa é que, primeiro, o investidor tem o benefício de uma avaliação diária e variante de sua carteira realizada pelo mercado acionário, *qualquer que seja o método de avaliação*, e, portanto, que o investidor é capaz de aumentar ou diminuir seu investimento de acordo com a cotação diária do mercado, *caso assim ele decida*. Portanto, a existência de um mercado cotado oferece ao investidor *certas opções* que ele não teria se seu papel não fosse cotado.” (Graham, 2018, p.235 – grifo no original)

valores estarão sujeitas a ondas de sentimentos otimistas ou pessimistas; (Keynes, 1973, p.154)²¹

- d) os especuladores realizam transações em grande escala e se dedicam a prever mudanças de curto termo no preço das ações com certa antecedência em relação ao público em geral; não se preocupam com o valor do investimento para o indivíduo que comprou para guarda-lo, mas com o valor que a psicologia de massa lhe atribuirá dentro de um período curto de tempo. (Keynes, 1973, p.154)

Diante de tal problematização apontada por Keynes, a conclusão é que o valor dos investimentos (que deveria ser resultado apenas do seu preço de oferta e dos rendimentos esperados) pode ser governado, com a existência das bolsas de valores, por outros fatores. A consequência seria que o valor verdadeiro do investimento poderia ser diferente do preço de suas ações.²²

Os quatro fatores anteriormente mencionados, que são capazes de precificar ações a qualquer patamar, podem ser sintetizados em: (a) ignorância dos investidores em bolsa de valores, (b) seus impulsos não fundamentados para comprar e vender ações, (c) as ondas de pessimismo e otimismo que se envolvem e (d) a atividade em grande escala dos especuladores. Tais fatores delineados por Keynes equivalem ao personagem Sr. Mercado

²¹ Segundo Graham (2018, p.234): “... o investidor que se deixa influenciado pela massa ou se preocupa sem razão com o efeito de quedas de mercado sobre sua carteira está transformando, de forma perversa, a sua vantagem básica em desvantagem básica. Esse indivíduo estaria, então, em uma melhor situação se suas ações não fossem cotadas em bolsa, pois seria poupado da angústia causada pelos erros de avaliação de *outras pessoas*”. (grifo no original)

²² Em carta para Scott no ano de 1933, Keynes deu como exemplo as “ações preferenciais que agora estão excessivamente fora de moda para os investidores americanos e pesadamente deprimidas abaixo de seu valor real... [algumas delas] oferecem hoje uma daquelas oportunidades excepcionais que ocasionalmente ocorrem de comprar barato o que está irracionalmente fora de moda” (Keynes in Cristiano, Marcuzzo, Sanfilippo, s/d, p.8). E a conclusão de Keynes foi que “a arte de investir, se é que existe tal arte, é aquela que leva vantagem das consequências de uma opinião errada que está amplamente difundida” (Keynes in Holder & Kent, 2011, p.4). Em outra passagem, reforçou sua arte de investir: “Meu princípio central de investimento é contrariar a opinião geral, com base no fato de que, se todos concordam com seus méritos, o investimento inevitavelmente está muito caro e, portanto, não atrativo” (carta de março de 1944 a Jasper Ridley, Keynes, 1983, Vol.XII, p.111).

criado por Graham para descrever as influências que cada indivíduo investidor e os preços de empresas sofrem quando participam do mercado de ações.

Em comentário no Investidor Inteligente, Sweig destacou que:

...[o] Sr. Mercado elaborado por Graham [foi] provavelmente a metáfora mais brilhante já criada para explicar como as ações acabam tendo preços errados. O Sr. Mercado, maníaco-depressivo, nem sempre cota as ações da forma que um avaliador ou comprador privado avaliaria um negócio. Em vez disso, quando as ações estão subindo, ele paga acima do valor objetivo sem pestanejar, e quando elas estão caindo, ele fica desesperado para se livrar delas por menos que seu valor verdadeiro. O Sr. Mercado está por aí? Ele ainda é bipolar? Pode apostar que sim. (Sweig in Graham, 2018, p.244)

Sob as circunstâncias que descreveu ou, equivalentemente, diante da presença do Sr. Mercado, Keynes utilizou o termo *valor intrínseco* do investimento – o mesmo termo que Graham utilizava.²³ Keynes se referiu ao valor intrínseco para descrever o valor que, de fato, as empresas possuíam e que poderia ser discrepante em relação ao seu preço de mercado cotado na bolsa de valores (margem de capital).²⁴ Keynes destacou ainda que uma decisão de investimento em ações deveria levar em conta, além dessa diferença, outros investimentos concorrentes (margem de rendimentos). (Keynes, 1983, Vol.XII, pp.106-107).

Aparentemente, Keynes praticou, defendeu o conceito e utilizou o termo *valor intrínseco* de empresas de forma independente, sem que tenha havido indicações de contato entre ele e Graham. Chambers & Dimson (2013, p.223) afirmaram que suas pesquisas nos

²³ Há alguns exemplos que Keynes utilizava esse termo com frequência: em carta a Scott de 1940 (ver Keynes, 1983, Vol. XII, p.77), em carta a Kahn de 1938 (ver Keynes, 1983, Vol. XII, p.100) ou, ainda, no Memorando de prestação de contas de investimentos para a administração do King's College, em 1938 (ver Keynes, 1983, Vol. XII, p.107). Woods (2013, p.433) errou ao afirmar que “Embora Keynes não tenha utilizado o termo valor intrínseco, é claro que sua abordagem era idêntica a de Graham”.

²⁴ Keynes utilizava diferentes métodos para avaliar o valor intrínseco de uma ação. Por exemplo, em outubro de 1933, ele comparou os preços dos carros produzidos pela Austin e pela General Motors e concluiu que havia um desconto de 67% no valor da primeira em relação à segunda empresa. (Chambers & Dimson, 2013, p.224)

arquivos do King's College não indicaram que houve contato entre eles.²⁵ Além disso, Keynes não deixou pistas que tenha lido qualquer artigo ou livro de Graham sobre o tema.²⁶ O livro de Graham e Dodd que se tornou, e ainda é, uma referência clássica sobre investimentos em títulos é de 1934 (aqui utilizamos edição recente, Graham & Dodd, 2009). Nessa obra, há um capítulo intitulado “Escopo e limites da análise de títulos: o conceito de valor intrínseco”. É provável que tenha havido uma coincidência de ideias e de utilização do mesmo termo entre Keynes e Graham.²⁷ “Keynes desenvolveu sua filosofia de investimento aparentemente sem estar ciente da abordagem de ...[Graham]”. (Chambers & Kabiri, 2016, p.303).

Em resumo, uma margem de segurança para se adquirir uma participação acionária estabelecida por Graham é a diferença positiva entre o poder dos lucros e a taxa de juros o que, por seu turno, é equivalente à diferença positiva entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros que é um indicador para aquisição de investimentos reais em Keynes – margem de segurança de rendimentos. A margem de segurança também aparece entre o preço de mercado de uma empresa (na bolsa de valores) e o seu valor intrínseco (valor no mundo real) já que este valor deve incorporar, além do valor do investimento inicial, o poder dos lucros ou a eficiência marginal do capital – margem de segurança do capital.

Há períodos, contudo, que o preço da empresa na bolsa de valores não depende exclusivamente do valor do investimento inicial e de seus ganhos esperados (eficiência marginal do capital ou poder dos lucros), mas sim do Sr. Mercado (personagem de

²⁵ Chambers & Kabiri (2016, apêndice, pp.326-328) fizeram pesquisa a partir de diversos arquivos para detalhar a agenda de encontros e reuniões de Keynes nas suas duas viagens aos Estados Unidos, em 1931 e 1934. Keynes encontrou com dezenas de pessoas, entre elas, acadêmicos, banqueiros centrais, industriais, especialistas em bolsa de valores, políticos e governantes. Mas, entre todos não estava Graham.

²⁶ Nos escritos de Keynes, foi encontrada apenas uma única referência aos trabalhos de Graham. Foi ao livro *Storage and Stability*, de 1937. Keynes citou o livro em uma discussão sobre o custo de estocagem de commodities – a mesma referência apareceu em 1938 e 1942. (ver Keynes, 1982a, Vol. XXI, p.466n e Keynes, 1980, Vol. XXVII, p.132n)

²⁷ Tem-se registro somente de um contato através de troca de correspondências e debates públicos entre Keynes e Graham, foi em 1943 e 1944, mas os assuntos eram relações entre moedas e câmbio. (ver Keynes, 1982b, Vol. XXVI, pp.34-40)

Graham) que é a figura que sintetiza a psicologia de uma massa de indivíduos ignorantes em relação aos negócios que possuem e da tentativa de obter ganhos fáceis por parte de especuladores (descritos por Keynes).

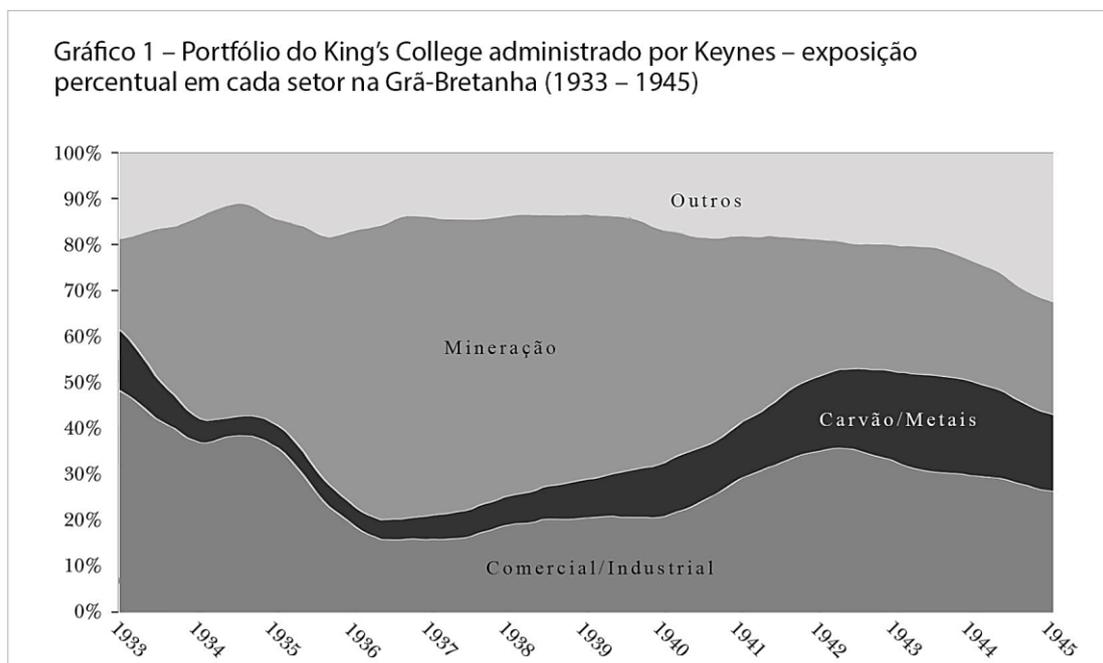
Em relação aos quesitos margem de segurança e valor intrínseco, pode-se admitir a existência de complementaridade e sobreposição de ideias e práticas entre Keynes e Graham, configurando assim um *esquema Keynes-Graham*, tal como rotulado por Woods (2013).

3.4 - Princípio da diversificação da carteira de ações

Graham era plenamente favorável à diversificação da carteira de ações e considerava que tal diretiva era decorrente e complementar da adoção de margens de segurança. Avaliava que a margem de segurança calculada por um investidor inteligente era apenas uma tática para dar a uma aquisição específica de participação acionária maior probabilidade de dar lucro - e evitar prejuízo. Contudo, a perda poderia ocorrer. Mas se a carteira tivesse um número ampliado de participações acionárias, as chances de prejuízo ocorrerem para o portfólio total seriam bastante reduzidas. Graham enfatizou: “A diversificação é um dogma estabelecido do investimento conservador. Ao aceita-la tão universalmente, os investidores estão na verdade demonstrando sua aceitação do princípio da margem de segurança, da qual a diversificação é companheira.” (Graham, 2018, p.561) Ademais, descrevendo seus próprios investimentos, Graham disse: “...carteira sempre bem diversificada, com mais de uma centena de ações diferentes”. (Graham, 2018, p.576)

Keynes não adotou a estratégia da diversificação. Tanto o portfólio discricionário do King's quanto o portfólio pessoal em Wall Street, ambos, eram concentrados. Quando é observado o recorte por setores, identifica-se que Keynes manteve o portfólio discricionário do King's concentrado em dois setores: industrial/comercial e mineração/ouro, tal como pode ser observado no gráfico 1. Cada setor teve em média 1/3 da exposição do portfólio. (Chambers, Dimson, Foo, 2015, p.854) No setor industrial/comercial, possuía significativa exposição nas empresas automobilísticas

Austin Motors e Leyland Motors. No setor de mineração/ouro sua atenção estava concentrada na mineração da África do Sul. (Chambers & Dimson, 2013, pp.218-219).



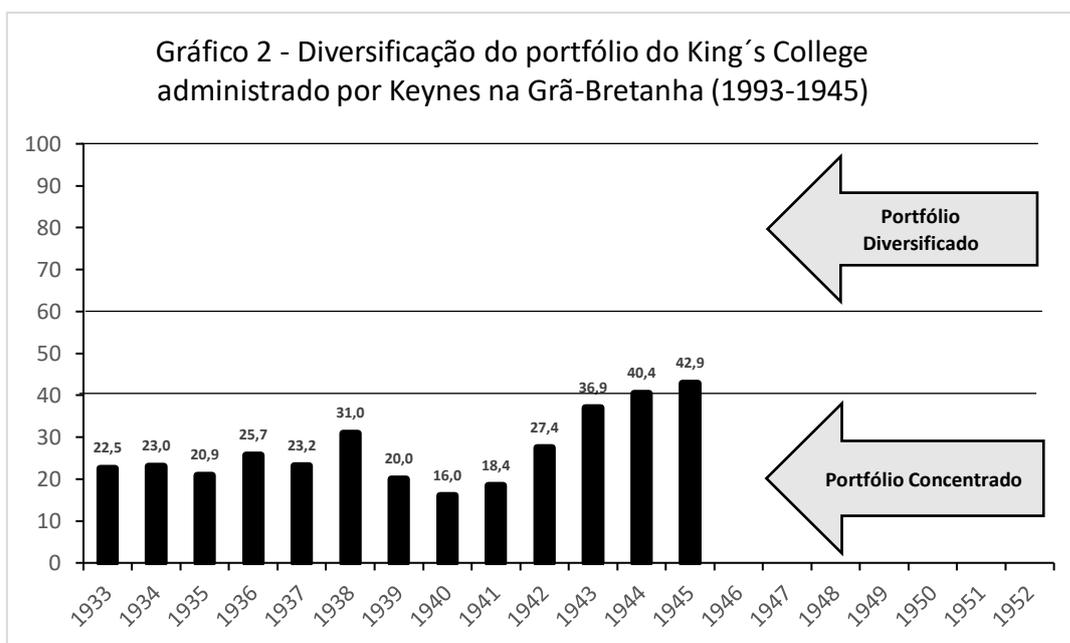
Fonte: adaptado pelo autor a partir do gráfico 2 de Chambers e Dimson, 2013 p.218

Em relação ao Índice Herfindahl Invertido (IHI), avaliado como um bom medidor de concentração, o portfólio do King's administrado por Keynes pode ser considerado como um portfólio concentrado. Esse índice varia da concentração plena, quando o investidor somente tem ações de uma empresa, à diversificação máxima, quando cada participação acionária do investidor tem o mesmo peso dentro do portfólio em termos de exposição. Então, quanto mais o índice se aproxima do número de empresas que o investidor possui ações, mais diversificado estará o portfólio – o índice varia de 1 (concentração total) ao número de participações acionárias do investidor (diversificação máxima).²⁸

²⁸ A fórmula para aplicação do Índice de Herfindahl Invertido é $IHI = (\sum_{1, n} (w_{1, n})^2)^{-1}$ onde w é o peso (percentual) de cada participação acionária que o investidor possui dentro do portfólio total e n é o número de participações acionárias do investidor.

O gráfico 2 mostra uma das possíveis formas de interpretação da aplicação do IHI. Nele, é mostrado o percentual do IHI em relação ao número de participações acionárias da carteira do King's administrada por Keynes. Quanto maior esse percentual, mais a carteira estaria diversificada – sendo o inverso verdadeiro. Portanto, o portfólio discricionário do King's de 1933 a 1945 sempre esteve concentrado: em quase todos os anos esteve abaixo de 40 pontos percentuais. Diante de tais evidências, Chambers & Dimson afirmaram que

... a diversificação efetiva do portfólio de Keynes foi marcadamente menor do que o número de participações acionárias poderia sugerir. A tendência de Keynes de dar especial importância a empresas de alguns setores da indústria reduziu ainda mais a diversificação efetiva de seus portfólios. (Chambers & Dimson, 2013, p.224)



Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados de Chambers, Dimson, Foo (2015).

Em relação ao portfólio pessoal composto de ações norte-americanas, Keynes concentrou também seu portfólio. Em Wall Street, o portfólio pessoal de Keynes esteve exposto em no máximo 8 setores: ferrovias e locomotivas, serviços públicos, petróleo, automobilístico, mineração e metalurgia, industrial e bens de consumo e fundos de investimento. (Cristiano, Marcuzzo, Sanfilippo, s/d, p.24). A tabela 1 mostra a evidente concentração do portfólio de Keynes em poucas empresas, principalmente seus “pets”, e que, ao mesmo tempo, representavam uma forte concentração setorial em serviços

públicos e fundos de investimento. Nos anos de atividade mais intensa (1934 a 1938), o número de suas participações variou entre 24 e 38 – em comparação, o portfólio de Graham tinha mais de uma centena de ações diferentes. (Graham, 2018, p.576)²⁹

Tabela 1 – Portfólio de Keynes em Wall Street (1933-1939)

	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
Número de participações acionárias e fundos de investimento	5	35	38	37	33	24	18
% de exposição em Serviços Públicos	0	14.2	22.7	45	49.3	41.4	32.8
% de exposição em Fundos de Investimento	0	15.2	28	29	23.7	30.2	34.8
% de exposição em pets	83	63	72	76	68	88	74

Fonte: elaborado pelo autor com base nas informações de Cristiano, Marcuzzo, Sanfilippo (s/d, pp.23-25).

Em carta dirigida a Scott, datada de 15 de agosto de 1938, Keynes expressou de forma genuína sua ideia de concentração:

À medida que o tempo passa, fico cada vez mais convencido de que o método correto de investimento é colocar somas bastante elevadas em empreendimentos em que se avalia que se sabe alguma coisa e na qual se acredita completamente. É um erro pensar que se limita o risco espalhando-se demais entre empresas sobre as quais se sabe pouco e não há razão para uma confiança especial. (...) raramente há mais de duas ou três empresas em um determinado momento em que eu pessoalmente me sinto no direito de depositar plena confiança. (Keynes, 1983, Vol.XII, p.57)

²⁹ Cerca de 2.485 ações estavam listadas em Wall Street nos anos 1937-1938. Dessas, em torno de 180 eram de empresas de serviços públicos. (fonte: Fourth Annual Report of the Securities and Exchange Commission, 1938)

Anteriormente, em 8 de maio de 1938, no Memorando de prestação de contas de seus investimentos à direção dos King's College, Keynes havia atribuído os bons resultados da sua administração do portfólio a

...uma cuidadosa seleção de poucos investimentos (ou uns pouco tipos de investimento) levando em consideração os seus preços baixos em relação ao seu provável valor intrínseco real e potencial ao longo de um período de anos à frente [estabelecendo uma margem de capital] e em relação a investimentos alternativos na época [estabelecendo uma margem de rendimentos]. (Keynes, 1983, Vol.XII, p.107)

O megainvestidor empreendedor Warren Buffet foi aluno e empregado de Graham. Ele se tornou um propagandista das recomendações de Graham. Buffet escreveu o prefácio da edição revisada do Investidor Inteligente que foi publicada nos anos 1970.³⁰ Disse ele no prefácio: “Li a primeira edição deste livro no início de 1950, quando tinha 19 anos. Naquela época, julguei que ele era, de longe, o melhor livro que existia sobre investimentos. Ainda penso dessa forma” (Buffett in Graham, 2018, p.11). Parece, contudo, que Buffet era mais Keynes e menos Graham em termos de diversificação/concentração de portfólio.

Na introdução do livro de Buffet (ver Buffet, 1998), Lawrence Cunningham destacou que:

De forma contrária à moderna teoria das finanças, o investimento em Buffett não prescreve diversificação. Pode até exigir concentração, se não do portfólio, então, pelo menos da mente de seu dono. Quanto à concentração da carteira, Buffett nos lembra que Keynes, que não era apenas um economista brilhante, mas também um investidor brilhante, acreditava que um investidor deveria colocar somas bastante grandes em duas ou três empresas sobre as quais ele

³⁰ A admiração de Buffet por Graham é tão grande que ele batizou o seu filho mais velho como Howard Graham Buffett.

sabe alguma coisa e cuja administração é confiável. (Cunningham in Buffet, 1998, p.14)

Cunningham relatou que os resultados extraordinários da Berkshire Hathaway³¹, segundo Buffet, não se baseiam em nenhum plano formidável, “... mas em investimentos dirigidos de acordo com uma alocação de recursos concentrada em empresas com características econômicas excelentes e governadas por administradores de primeira linha” (Cunningham in Buffet, 1998, p.6).

Buffet reconheceu que a concentração é o resultado de um método de escolha de ações (stock-picking). O método seria tão rigoroso que sobrariam poucas empresas desejadas e nelas os investimentos deveriam estar concentrados:

... primeiro, avaliar as características econômicas de longo termo de cada negócio; segundo, avaliar a qualidade das pessoas encarregadas de administrá-lo; e, terceiro, tentar comprar algumas das melhores possibilidades por um preço razoável. (...) . E como encontrar grandes empresas e dirigentes excepcionais é tão difícil, por que devemos descartar empresas [já] comprovadas? (...) O nosso lema é: "Se no início você conseguir [tais empresas], pare de tentar." (Buffet, 1998, pp. 80-81)

Diferentemente de Buffet e Keynes, Graham parecer ter sido um adepto da diversificação no sentido do conceito estabelecido por Harry Markowitz³². Contudo, tal contraposição entre diversificação e concentração pode ser analisada em outras bases. A concentração dos portfólios administrados por Keynes e seguida por Buffet (tal como confirmado em Buffet, 1998, p.81) é de forma perspicaz descrita por Boyle, Garlappi, Uppal, Wang (2012). Esses autores utilizaram os termos concentração em *ativos familiares* (no sentido

³¹ Berkshire Hathaway é a holding de Buffet que controla todos os seus investimentos, entre eles, por exemplo: Coca-Cola, Washington Post e American Express.

³² Markowitz defendeu o conceito de diversificação argumentando que é ineficiente fazer uma grande posição em apenas algumas ações e que um investidor deveria diversificar através de um grande número de participações acionárias. (ver Boyle, Garlappi, Uppal, Wang, 2012, p.253)

de *bem conhecidos*). Sendo assim, maior concentração significaria a busca de mais rentabilidade com menos risco.

A partir do modelo que desenvolveram, Boyle, Garlappi, Uppal, Wang (2012, p.267) concluíram que os investidores que estão familiarizados com ativos particulares e, ao mesmo tempo, tem sentimentos suficientemente ambíguos (possuem conhecimento frágil) sobre todos os outros ativos, detêm apenas os ativos familiares, tal como Keynes teria defendido e investido. Assim, o número de participações acionárias mantidas por tais investidores tende a ser bem pequeno. Portanto, investidores como Keynes e Buffet avaliam que conhecem somente algumas empresas e é dentro desse subconjunto que decidem a composição de seus portfólios. Suas decisões de composição de carteira são decisões que buscariam alta rentabilidade e alta segurança – em confronto com o jargão da alta rentabilidade decorrente da concentração o que equivaleria a mais risco. Ampliação da carteira, diversificando-a, com a aquisição de empresas que eram pouco conhecidas seria para Buffet ou Keynes, isto sim, aumentar o risco.

Graham sugeriu a concentração na ideia da diversificação para reduzir o risco do portfólio; Keynes sugeriu uma diversificação muito especial. Seria uma diversificação de riscos dentro de um portfólio concentrado, mas com o mesmo propósito de Graham. Apesar do portfólio de Keynes conter poucas participações acionárias, mas com grande exposição em cada uma, ele sugeriu que se possível tivessem riscos opostos em relação aos ciclos econômicos. Um investidor deveria manter, nas palavras de Keynes,

uma posição de investimento equilibrada, isto é, com uma variedade de riscos, apesar de as participações individuais serem grandes e, se possível, de riscos opostos (por exemplo, manutenção de participações acionárias em mineração de ouro entre outras ações, uma vez que podem mover-se em direções opostas quando houver flutuações gerais). (Keynes, 1983, Vol. XII pp.106–107).

4 Considerações finais

Keynes não foi um investidor inteligente descrito por Graham. Há pontos convergentes entre a prática de investidor de Keynes e o perfil inteligente descrito por Graham. Ambos tinham práticas e conceitos assemelhados do que era o investimento empreendimento e a especulação. Keynes praticou e teorizou sobre tais definições. Graham parece nunca ter sido um especulador, mas soube descrever com bastante acuidade a atividade especulativa. Keynes e Graham, ambos, identificaram implicações para o investidor comum e no mercado decorrentes da atividade especulativa em grande escala conjugada com a ignorância dos detentores de ações.

Somente em ambiente com alta liquidez é que a especulação pode emergir para provocar volatilidade, sem a qual a especulação não pode existir. Keynes via com um tom de pessimismo a liquidez do mercado de valores exatamente por ser o ambiente propício para a especulação. Graham, por outro lado, via a liquidez com um tom de otimismo, a qual possibilitaria ao investidor ajustar posições sem perda de tempo.

Graham enfatizou que a atividade especulativa traria prejuízos ao investidor devido à dificuldade (ou impossibilidade) de previsão. Keynes preferiu enfatizar as turbulências causadas no mercado de valores decorrentes da especulação em larga escala. Ambos foram decididos defensores dos investimentos em valor (de longo termo).

Nos anos 1930, Keynes demonstrou ser um investidor empenhado, estudioso das empresas e que mantinha uma ampla rede de contatos para lhe oferecer informações e avaliações. Com essas práticas, foi formando um perfil de um investidor muito diferente da média do mercado. Uniu sua experiência e teorias econômicas revistas dos anos 1920 com novas práticas. Keynes que era basicamente um especulador top-down se transformou num investidor bottom-up e top-down. Keynes passou a cruzar análises macroeconômicas e microeconômicas, de cima para baixo e de baixo para cima. Ele que tinha carteiras com alto turnover na década de 1920 passou a deter portfólios como um buy-and-holder nos anos 1930.

Na vida de Keynes, houve uma correspondência temporal entre suas revisões e revoluções teóricas em Economia com suas práticas como investidor. A sua Teoria Geral foi

reveladora da malignidade da atividade especulativa em grande escala na bolsa de valores. Ao mesmo tempo, revelou possibilidades de margens de segurança tal como a superação da eficiência marginal do capital sobre os rendimentos de ativos líquidos. Contudo, Keynes destacou a incerteza como elemento fundamental que atormentaria as decisões de investidores sejam relativas a ativos reais sejam relativas a ações. Pierce resumiu a transição feita por Keynes:

Anos de experiência agora diziam a Keynes que a capacidade de enxergar as tendências do mercado era a mais louca das quimeras. Política, eventos diplomáticos internacionais, mudanças econômicas e legislativas em outros países e as paixões e irracionalidades gerais dos investidores conspiram para surpreender até os mais inteligentes. O tempo não é "homogêneo", isto é, os eventos e experiências do passado não são guias confiáveis para o futuro. Na década de 1930, tanto na política quanto na economia, Keynes acreditava em descontinuidades e interrupções repentinas. (Pierce, 1995, p.51)

Além da busca de uma ampla rede de contatos e da abordagem dupla (top-down e bottom-up), é marca de Keynes, exclusiva, a ideia da *diversificação da concentração*. Keynes optou por concentrar os investimentos em ações daquelas poucas empresas que ele conseguiu informações suficientes para a sua decisão de buy-and-hold. Diferentemente, Graham era um diversificador - talvez, *à la* Markowitz. Contudo, Keynes destacou que o seu portfólio concentrado deveria ser rentável e seguro. Portanto, deveria diversificar riscos. Sua receita era que bastaria que entre as ações preferidas estivessem participações com sensibilidades de preços opostas relativamente aos ciclos econômicos.

Com esse perfil idiossincrático, que guardava semelhanças e diferenças em relação ao investidor inteligente de Graham, Keynes bateu o mercado. Administrando o portfólio discricionário do King's College, ele superou o mercado em 8 pontos percentuais em média por ano. (Chambers & Dimson, 2013, p.213) E nos investimentos por conta própria "...nos anos posteriores a 1929, seus investimentos superaram o mercado em 21 de 30 exercícios contábeis e o fizeram cumulativamente por uma larga margem" (Moggridge in Keynes, 1983, p.9). Portanto, é possível concluir, como disse Graham, que "... há várias formas diferentes de ganhar e manter dinheiro em Wall Street [ou na City]" (Graham, 2018, p.576).

Por último, além daqueles já mencionados, Keynes e Graham tiveram um ponto em comum. Keynes, como ele próprio admitiu, sempre estava “saboreando as sensações prazerosas da atividade [de investidor]” (Keynes, 1983, Vol. XII. p.29) e Graham dizia que “... o investidor empreendedor e inteligente deve[ria] ser capaz de encontrar prazer e lucro nesse grande circo [chamado Wall Street ou City]” (Graham, 2018, p.577).

Referências bibliográficas

Accominotti, O. & Chambers, D. (2016). If You're So Smart: John Maynard Keynes and Currency Speculation in the Interwar Years. *The Journal of Economic History*, 76 (2), pp.346-382.

Boyle, P., Garlappi, L., Uppal, R., Wang, T. (2012). Keynes Meets Markowitz: The Trade-Off Between Familiarity and Diversification. *Management Science*, 58(2), pp.253-272

Buffet, W. (1998). The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America. [sem editora, com direitos reservados de Lawrence A. Cunningham] Disponível em http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2015/05/Essays-of-Warren-Buffett-Lessons-for-Corporate-America_Cunningham.pdf (acesso em: janeiro de 2019)

Chambers, D. & Dimson, E. (2013). Retrospectives: John Maynard Keynes, Investment Innovator. *The Journal of Economic Perspectives*, 27(3), pp.213-228.

Chambers, D., Dimson, E., Foo, J. (2015). Keynes the Stock Market Investor: A Quantitative Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (4), pp. 843-868.

Chambers, D. & Kabiri, A. (2016). Keynes and Wall Street. *Business History Review*, 90 (Summer), pp.301–328

Cristiano, C. & Marcuzzo, M.C. (2018). John Maynard Keynes: the economist as investor. *Review of Keynesian Economics*, 6(2), pp. 266–281.

Cristiano, C., Marcuzzo, M.C., Sanfilippo, E. (2017). Taming the great depression: Keynes's personal investments in the US stock market, 1931–1939. *Economia Política*, October, Springer International Publishing.

Cristiano, C., Marcuzzo, M.C., Sanfilippo, E. (s/d). The coming of Keynes to Wall Street, 1931-1939. Disponível em: <http://www.cpes.org.uk/dev/wp->

[content/uploads/2016/06/Cristiano_Marcuzzo_Sanfilippo_KeynesWallStreet_31May2016.pdf](#) (acesso em: 25/01/2019)

Cristiano, C. & Naldi, N. (2014). Keynes's activity on the cotton market and the theory of the 'normal backwardation': 1921–1929. *The European Journal of the History of Economic Thought*. 21(6), pp.1039-1059.

Graham, B. (2018). *Investidor Inteligente*. Rio de Janeiro: Harper Collins.

Graham, B. & Dodd, D. (2009). *Security Analysis*. New York: McGraw-Hill.

GRAHAM-NEWMAN CORPORATION (1958). Letter to Investors. New York.

GRAHAM-NEWMAN CORPORATION (1946). Letter to Investors. New York.

Holder, M. & Kent, R. (2011). On the art of investing according to Keynes. *The Journal of Portfolio Management*, 37 (3), Spring, pp.4-6.

Keynes, J. M. (1983). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Editado por D. E. Moggridge. Volume XII, Economic Articles and Correspondence - Investment and Editorial. London: Macmillan.

Keynes, J. M. (1982a). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Editado por D. E. Moggridge. Volume XXI, Activities 1931-1939: World Crises and Policies in Britain and America. London: Macmillan.

Keynes, J. M. (1982b). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Editado por D. E. Moggridge. Volume XXVI, Activities 1941-1946: Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations. London: Macmillan.

Keynes, J. M. (1980). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Editado por D. E. Moggridge. Volume XXVII, Activities 1940-1946. Shaping the Post-War World: Employment and Commodities. London: Macmillan.

Keynes, J.M. (1973). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

Mini, P. (1995). Keynes' investments: their relation to the General Theory. *American Journal of Economics and Sociology*, 54(1), pp.47-56.

Pierce, T.J. (1993). Keynes' Personal Investing: activities and beliefs. *The Social Science Journal*, 30(1), pp.13-22.

Woods, J. E. (2013). On Keynes as an investor. *Cambridge Journal of Economics*, 37(2), pp. 423–442.

Walsh, J. (2008). *Keynes and the Market*. Hoboken: John Wiley & Sons.

Wasik, J.F. (2014). John Maynard Keynes as an Investor: Timeless Lessons and Principles. *Portfolio Strategies*, March, pp.17-21.