

CARTA AOS ACIONISTAS - 2014

(Esta página foi deixada intencionalmente em branco).

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Nebraska Capital, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimentos é recomendável uma análise de, no mínimo, 60 (sessenta) meses. A Nebraska Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

Fevereiro 2014

Comentários Gerais

Iniciando essa carta de onde paramos na anterior, gostaríamos de atualizá-los sobre nosso trabalho no ano de 2014. Para não submetê-los à tortura de reler a carta anterior, resumimos abaixo a parte que falou sobre a evolução da Nebraska.

Em uma primeira fase do nosso negócio, o que identificamos foi uma lacuna de oferta no mercado financeiro de uma empresa com altos princípios de governança, além de um enorme alinhamento com seus clientes (que denominamos acionistas), para investir em empresas (através de ações) com uma visão de longo prazo. Como ressaltamos, nenhum dos sócios gestores da Nebraska teve experiência significativa anterior no mercado financeiro, o que fez com que iniciássemos nosso trabalho atuando mais com dados estatísticos e na irracionalidade do mercado de ações. Demos uma boa dose de sorte, pois esse tipo de investimento estava muito disponível naquela época.

Num segundo momento, nos aproveitamos do fato de o mercado de ações no Brasil não oferecer tantas opções, e fomos conhecer a maioria das empresas listadas. Lemos relatórios anuais e visitamos mais de uma centena de empresas (em leituras mais de duas centenas), aprofundando assim nosso conhecimento de contabilidade, gestores, modelos de negócios, etc. Denominamos essa fase de “ampliação de cardápio”; isso fez com que encontrássemos mais “oportunidades” de investimentos do que realmente existiam, pois não se consegue ser profundo o suficiente com um trabalho tão extenso. Mesmo assim, devido à irracionalidade já comentada, encontramos novamente alguns bons investimentos.

A partir do final de 2012, começamos a nos dedicar muito mais a algumas poucas empresas, aprofundando o conhecimento histórico delas e, com o tempo, tendo cada vez mais clareza sobre quais negócios são bons, quais gestores são bons e

alinhados, quais modelos de negócios acreditamos serem melhores, e assim por diante. Ainda, comentamos na carta passada que essa fase (a terceira) nunca acabaria, pois é assim que encontraremos os grandes investimentos que, às vezes, ficam disponíveis.

Chegamos finalmente a 2014 e, conforme o previsto, esse foi um ano inteiramente dedicado a estudarmos profundamente alguns poucos negócios. Não que tenhamos deixado de acompanhar os resultados daquela centena de negócios mencionados anteriormente. É que, ao se chegar à conclusão de que um grande investimento é realizado a partir de um grande conhecimento, nossa barra de exigência subiu muito para alocar o nosso capital, e não conseguimos mais (nem temos interesse em) investir sem todo esse trabalho prévio.

A partir desse aprofundamento, ao contrário da fase 2, começamos a “diminuir o nosso cardápio” de opções de investimentos. Por causa dessa exigência, estamos cada vez mais céticos sobre negócios (vale para empresas no Brasil ou no exterior), e especialmente, cada vez mais céticos no geral sobre as gestões dos negócios (nesse caso especialmente no Brasil – mais sobre isso adiante).

Obviamente, isso nos trouxe alguns aprendizados sobre negócios, que temos certeza que irão render ótimos frutos ao longo do tempo. Para ficar bem claro, existem sim ótimas empresas no Brasil, com altas taxas de retorno e com bons gestores que entendem bastante de negócios. E são nessas empresas que nosso tempo vai ser alocado cada vez mais. Não que, eventualmente, não investiremos em negócios razoáveis, nem tão bem geridos assim, e que estejam sendo negociados no mercado por preços muito baixos. Agora, negócios que computamos como ruins, e com gestores desalinhados (pense, no geral, em estatais) ou desonestos, não merecem receber o nosso suado recurso, pois não há cálculo que conheçamos que compute esses fatores.

Resultados até dezembro de 2014:

%	NEBRASKA CAPITAL FIA	CDI	IBOV	NBKA - CDI	NBKA - IBOV
2011*	8,30	3,83	7,18	4,47	1,12
2012	22,97	8,41	7,40	14,56	15,58
2013	1,34	8,55	-15,50	-7,21	16,84
2014	-6,21	10,81	-2,91	-17,02	-3,30
Desde o Início	26,58	35,40	-5,56	-8,81	32,14
Anualizado	7,28	9,46	-1,69	-2,18	8,97

* Desde 25/08/2011 – data de início do fundo. Nebraska Capital FIA apresenta rentabilidade após as taxas e custos, enquanto CDI e Ibovespa são apresentados de forma “bruta”, ou seja, antes de taxas e custos para administrar. Todos são apresentados antes de eventuais impostos que o investidor tenha a recolher.

Conforme mencionamos desde a nossa primeira carta, nosso objetivo é o de um retorno aos acionistas de CDI + 4% ao ano, a cada janela de cinco anos, e de batermos o Ibovespa a cada 3 anos, exceto quando esse suba muito de forma consecutiva. Relembramos que a remuneração dos gestores é através de taxa de performance sobre o excedente ao CDI, de forma cumulativa. Ou seja, se nosso objetivo principal (contra o CDI) não for algo alcançável ao longo do tempo, o investimento não fará sentido para nossos acionistas capitalistas, nem tampouco para nós, gestores.

Há dois grandes motivos para olharmos o desempenho do valor de mercado do fundo apenas no longo prazo. O primeiro é que, quando alocamos capital em ações de uma empresa, é porque enxergamos que o seu preço de mercado já está errado, obviamente (por que iríamos investir se o preço estivesse certo?). Se, nesse momento, já decidimos que o preço está errado, passamos a não dar a menor importância para ele – damos importância apenas para o desempenho operacional e financeiro da empresa, como um empresário de uma empresa de capital fechado faria. O que sabemos é que, no longo prazo, os valores convergem, e estamos vendo na prática no Brasil modelos de negócios (ou projetos) que eram insustentáveis e que, ao se constatar finalmente que não valiam quase nada, seus valores de mercado corrigiram-se. Isso vale também no sentido contrário.

O segundo motivo é que nós não sabemos, nem conhecemos quem saiba, quando os valores

convergirão (valor do negócio, ou intrínseco, com o preço de mercado). Como temos uma crença absoluta de que isso não é possível de se saber de forma consistente, precisamos esticar o horizonte de avaliação dos nossos investimentos para dar tempo a essa convergência. Isso fica mais fácil de entender quando comparamos um resultado anual como o de 2012 (22,97%) contra o de 2014 (-6,21%). Aqui na Nebraska, sabemos que nosso trabalho de 2014 foi muitas vezes superior ao de 2012, apesar desses resultados anuais. Por isso, gostaríamos de ressaltar o que escrevemos desde a nossa primeira carta: não damos nenhuma importância para esses resultados anuais, e sugerimos que todos façam o mesmo. Se isso não for possível, recomendamos o resgate de todos os seus investimentos em ações – com a Nebraska ou com outros. A alternativa a isso é virar “investidor de manada”, que vai apenas na onda do momento, e investe em ações depois de elas subirem bastante, em imóveis depois de o mesmo acontecer, e assim por diante. Normalmente o resultado desse comportamento é sabido no capitalismo: medíocre. Adaptando do Charlie Munger: *“aquele investidor que não tem estômago para aceitar as oscilações do mercado e não se importar com isso, receberá seu justo e merecido resultado – a mediocridade”*.

Nossos Investimentos ao final de 2014:

Empresa	Nº de Ações	Valor Investido	Proventos	Valor 31/12/2014	Carteira (%)
Itaú Unibanco	4.541.478	31.310.055	1.013.654	42.644.478	35,02%
Gerdau	2.614.100	34.621.927	446.656	21.017.364	17,26%
Equatorial	454.200	10.315.160	174.208	12.581.340	10,33%
Cosan Logística	3.116.400	11.707.732	0	8.912.904	7,32%
Vivo	170.200	8.349.499	222.672	7.973.870	6,55%
Tempo Assist	1.523.000	3.208.739	2.942.741	5.635.100	4,63%
Cemar	241.900	3.852.368	12.936	3.967.160	3,26%
Randon	738.775	3.636.895	198.583	3.523.957	2,89%
Net	73.300	3.440.110	-	3.151.900	2,59%
Outros		2.562.047	32.668	1.973.603	1,62%
Subtotal		113.004.531	5.044.117	111.381.676	
Caixa e Equiv.				10.381.338	8,53%
TOTAL				121.763.014	100,00%

* Valores expressos em R\$

Em relação aos nossos investimentos ao final de 2014, reforçamos o porquê de acreditarmos que estamos evoluindo cada vez mais. Ao comparar esses investimentos com os do final de 2013, poucas

mudanças relevantes são constatadas. A primeira delas é a saída do nosso investimento em Julio Simões. A segunda, a venda (incompleta) de Tempo Assist; e a terceira, a inclusão de Vivo. Comentaremos essas mudanças no nosso encontro anual. O investimento em Equatorial já estava sendo feito no final de 2013, dentro da categoria “outros”, pois estávamos iniciando as compras. O investimento em Cosan Logística nada mais é do que o anterior em ALL, dada a relação de preço e risco entre as duas empresas depois de anunciada a fusão delas. Estaremos disponíveis para comentar todos esses negócios no nosso encontro em 25 de Março.

Três temas sobre Investimentos:

Abaixo comentaremos sobre alguns temas que vemos com recorrência nos nossos encontros individuais com nossos acionistas, e que são interessantes de explorar, para, cada vez mais, atualizarmos vocês do nosso modo de operação. Como temos investidores mais e outros menos conectados ao mundo dos investimentos, talvez alguns temas sejam muito básicos, mas acreditamos ser importante esse nivelamento.

1. Como Enriquecer:

Num sistema capitalista, cujo objetivo financeiro é o de acúmulo de capital, obviamente o primeiro passo para enriquecer é o de poupar, ou reter capital no caso das empresas. Se uma pessoa ou uma empresa acumulam bastante capital ano após ano, e investem esse capital a uma taxa que, líquida, seja ao menos igual à inflação, com o tempo e ajudado pelos juros compostos, o acúmulo trará os seus resultados.

Para acelerar esse processo, entra a segunda parte da equação, na qual muitas pessoas e empresas se perdem: como alocar esse capital retido/poupado. Em relação às pessoas, já comentamos que foi para isso que criamos a Nebraska – ajudá-las a alocar seu capital poupado com um ótimo retorno no longo prazo (CDI + 4% ao ano aproximadamente), em contraste com o retorno

mediano (CDI) que está disponível para todos. Repetimos abaixo a tabela que está na nossa primeira carta anual comparando esses 2 retornos, supondo um CDI de 10% ao ano (não sabemos quanto será), e uma inflação de 5% (idem), em termos reais – ou seja, já descontada a inflação (que é como todos os investimentos deveriam ser analisados).

Retorno Real	1 ano	5 anos	10 anos	20 anos	30 anos	40 anos
CDI	4,76%	1.047.619	1.261.877	1.592.333	2.535.524	4.037.398
Meta	8,57%	1.085.714	1.508.613	2.275.912	5.179.777	11.788.718

* A linha de baixo é o do CDI + 4% ao ano, e o de cima o do CDI, ao longo do tempo (usando as premissas citadas) – e sem considerar impostos a pagar – todos os dados para um investimento inicial de R\$ 1.000.000.

Em relação às empresas, que é o assunto de maior interesse para nós, vale o mesmo. A partir da retenção e posterior alocação dos recursos é que as empresas crescem (existem alguns raros casos de empresas que não necessitam de capital para crescer – mas são bem raros). Só que, como acionistas, não podemos aceitar que o dinheiro retido (não pago como dividendos) seja reinvestido a taxas de retorno baixas (abaixo do CDI e, em muitos casos, abaixo até da inflação). Afinal, se esse for o caso, nosso investimento, por mais barato que tenha sido, ficará um pouco pior a cada dia, pois se uma empresa retém a maior parte do seu lucro e o reinveste em projetos ruins, no longo prazo nosso investimento será também ruim.

Infelizmente, esse ponto é muito mais comum nas empresas do que gostaríamos. E, de uma forma geral, é bem raro encontrarmos no Brasil gestores de empresas que entendam bem isso. Nos parece que, em outros momentos econômicos, apenas reter capital e aplicá-lo de qualquer maneira na empresa era suficiente, e isso criou muitas empresas com uma cultura de retenção de capital muito forte – é isso o que elas sabem fazer. Citando Maslow: *“Para o homem que possui apenas um martelo e mais nada, todos os problemas se parecem com um prego”*.

No entanto, se economicamente um projeto é medíocre no longo prazo (pense em commodities globais no geral), o retorno obviamente também

o será. Raramente um relatório anual de empresa brasileira fala sobre o indicador que demonstra se uma empresa é ou não um bom negócio – o retorno sobre o patrimônio líquido (econômico – não necessariamente contábil). E mais raro ainda é vermos comentários sobre a evolução desse indicador e sobre os retornos obtidos nos últimos projetos realizados. Alia-se a isso uma cultura de controle definido (que tem seus pontos fortes), e dificilmente uma empresa com essas características muda, transformando muitas vezes um negócio interessante em um que vai ficando fraco ao longo do tempo. Para investidores empresariais e de longo prazo como nós, esse comportamento machuca bastante um investimento, e é um ponto ao qual damos cada vez mais importância ao avaliar a capacidade de um gestor. Como colocou Warren Buffett em sua carta anual de 1984: *“Se os lucros de uma companhia foram retidos na empresa de forma não inteligente, é porque os gestores também foram retidos na empresa de forma não inteligente”*.

2. Investimentos no Brasil x Investimentos nos Estados Unidos:

Somando o fato acima (de muitas empresas mal geridas), com o fato de termos já poucas empresas negociadas na nossa bolsa (especialmente ao excluirmos as de commodities globais que são muito difíceis de avaliar pela complexidade, e as Estatais que possuem óbvios conflitos de interesse com os minoritários), fomos cada vez mais estudando empresas do exterior, especialmente as americanas. Lá também há muitas empresas mal geridas, muitos conflitos de interesse (não de estatais, mas outros) e problemas, mas como o universo é enorme (ao menos 20 vezes mais empresas de capital aberto do que aqui), estudar as empresas americanas nos ajuda e muito a entender a evolução de vários negócios no Brasil, e é algo que fazemos cada vez com maior frequência.

Por isso alteramos o regulamento do nosso fundo para permitir eventuais investimentos em empresas do exterior (especialmente em americanas). No entanto, cabe ressaltar aqui que o nosso movimento não tem nenhuma relação com

eleições, política, etc. Inclusive, nesse momento achamos que o mercado de ações dos Estados Unidos no geral está muito caro após seis anos seguidos de alta (o que é muito raro), e nenhuma das empresas que estudamos e acompanhamos de lá nos atrai comparando com as que temos na nossa carteira, nos preços atuais. Ainda, dado o nosso ceticismo em relação a previsões macroeconômicas, se eventualmente fizermos investimentos em empresas americanas, o faremos protegendo o risco de câmbio, pois nosso *funding* é em reais, e nosso benchmark o CDI. Ou seja, não será em especulação cambial que estará o nosso ganho ou perda.

Também gostaríamos de reforçar que existem sim alguns negócios no Brasil que são ótimos, extremamente resilientes e bem administrados. E que, justamente pelas dificuldades que existem em se fazer negócios no nosso país, essas empresas transformam-se em verdadeiros gigantes com qualidades bem superiores até aos de alguns dos melhores negócios americanos. Ainda, ao estudar o mercado americano, mais maduro e evoluído, vemos enorme potencial em diversos negócios que serão feitos no nosso país (muitos já estão sendo) nos próximos anos. Infelizmente, muito poucos desses abrem seu capital, pois não é muito da nossa cultura, e esse é mais um motivo para, aos poucos, olharmos para lá.

3. Investimentos x Otimismo e Pessimismo:

Reforçando o que escrevemos desde nossa primeira carta, não somos macroeconomistas, e nem damos muita atenção a eles. Sabemos que os ciclos existem, e que é impossível de prevê-los (exceto depois de já acontecidos) consistentemente. Para quem gosta de ler a história dos negócios, e acompanha regularmente resultados de empresas e a economia, o mundo capitalista não para de nos dar inúmeros exemplos disso.

Após seis anos de subida quase ininterrupta nas ações americanas, e de óbvias bolhas em setores daquela economia (um exemplo é o de valores de algumas *start-ups* de tecnologia que ainda dão

enormes prejuízos), o mundo global de investimentos está levando muito capital para financiar esses negócios por lá. Já está esquecida a bolha da internet do fim da década de 90, e a dos imóveis dos anos 2000. Assim como já está esquecido que a bolsa americana não subiu quase nada na década passada. Olhando hoje, é bem fácil de ver que era muito bom investir em ações nos Estados Unidos de 2009 até 2011 (não por acaso quando o Buffett fez diversos ótimos investimentos), mas naquele momento, isso não era “consenso”.

O que, muitas vezes não é levado em consideração, é o preço do consenso. Quando todos estão otimistas, os preços tendem a refletir esse otimismo, e o oposto é verdadeiro. Não achamos que a bolsa brasileira está “cara” ou “barata”. Nós não damos atenção a isso. O que sabemos é que a história mostra que os melhores investimentos são realizados no pessimismo, e vice-versa. Para alocadores de capital como nós, eventuais pessimismos com negócios que conseguimos entender e avaliar são ótimos, pois geram oportunidades de alocação de capital. E isso é bem fácil de explicar para empresários como são quase todos os nossos acionistas.

Imagine que você é o dono de uma boa padaria em uma cidade do interior, que conta com outras duas boas padarias. Para um empresário de longo prazo, não é bom que os outros donos de padarias fiquem pessimistas, não invistam mais nos seus negócios, não se atualizem e, eventualmente, fechem as portas? Mesmo que, por um período de tempo você pareça o único louco acreditando em padarias na cidade? Para nós da Nebraska também vale o mesmo que vale para o dono da padaria: onde tiver menos competição, melhores serão os resultados. Ainda, isso vale também para as empresas nas quais investimos. O fato de, eventualmente, haver menos disposição para investir nos setores dos negócios nos quais somos acionistas, fará com que, invariavelmente, esses negócios sejam melhores no longo prazo. Temos certeza que muitos de vocês já viveram história semelhante. Nos lembra o famoso livro de Bastiat, “O que se vê e o que não se vê”. O que se vê é que, por alguma dificuldade, um negócio gera um resultado ruim de curto prazo; e o que não se vê é que, justamente esse fator, faz com que a competição em um determinado mercado diminua,

e o efeito para os sobreviventes será, eventualmente, positivo.

E, para finalizar, queremos reforçar o que já ressaltamos nas nossas cartas e, em especial, no nosso encontro anual de 2014: no longo prazo, o retorno das ações será o retorno dos negócios, a partir do preço pago por eles. Buffett colocou assim na sua carta anual de 1985: *“ao selecionar ações, dedicamos nossa atenção a fazermos COMPRAS atrativas, não à possibilidade de VENDAS atrativas”*. Partindo dessa premissa de retorno no longo prazo, o que realmente fará a diferença será a nossa capacidade de escolhermos bons investimentos, e não a possibilidade de pegarmos ventos a favor para apenas vender mais caro as nossas ações.

Berkshire Hathaway / Encontro Anual:

Como já é de praxe, estaremos mais uma vez com um grupo que só cresce, indo a Omaha para o encontro anual da Berkshire Hathaway. Será em 02 de maio, sábado, e o nosso grupo contará com mais de 50 pessoas, além uma programação paralela bem interessante. Interessados tentem garantir suas passagens e hotéis o quanto antes. Credenciais para o evento, basta solicitar para nós. Ressaltamos que, estatisticamente, está cada vez mais perto de não termos os dois principais atores desse evento simultaneamente (Munger e Buffett) presentes, afinal, um está com 91 e outro com 84 anos.

Já o nosso encontro anual está agendado para dia 25 de março, a partir das 08h30min no auditório do Instituto Ling. Mais uma vez ressaltamos que gostaríamos de contar com a presença de todos nesse momento único do ano de falarmos sobre nossos investimentos, erros, acertos e assuntos gerais. Gostamos que haja bastante participação e perguntas, especialmente as difíceis.

Agradecemos a confiança e ficamos à disposição.

Nebraska Capital