

# **CARTA AOS ACIONISTAS – 2013**

(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.

*“O mercado está aí para servi-lo, não para instruí-lo” - Benjamin Graham*

**Fevereiro 2014**

### **Comentários Gerais**

Se estivéssemos escrevendo nossas primeiras cartas, certamente falaríamos sobre a irracionalidade do mercado de ações, e seu comportamento maníaco-depressivo, que esteve presente novamente em 2013, e no início de 2014. Para aqueles que ainda acreditam que o mercado de ações é “eficiente”, sugerimos a leitura das nossas duas primeiras cartas, e melhor ainda, uma vasta biografia sobre investimentos, que teremos o maior prazer de indicar para quem estiver interessado – basta nos contatar.

Nessa terceira carta anual, faremos algumas citações repetidas em relação às anteriores. Isto tem dois motivos: O primeiro é reforçar que nossos princípios e forma de enxergar investimentos não se modificaram, não importando o “ruído” que eventualmente haja no “mercado”. Aliás, os princípios e pilares do nosso negócio são intocáveis. Se por acaso eles forem alterados, já recomendamos de antemão que saquem seus recursos. O segundo motivo é que enxergamos a Nebraska como uma empresa “ *Holding*”, com participações em outros negócios (através de ações) e dois tipos de acionistas – nós, os acionistas gestores, e vocês, os acionistas capitalistas. Acreditamos estar entre as funções dos gestores explicar como veem o mundo e seu trabalho aos demais acionistas, para que ambos tipos de sócios estejam cada vez mais alinhados.

Inicialmente gostaríamos de ressaltar alguns aspectos sobre o momento atual, comparando-o com aquilo que escrevemos anteriormente. Na carta do ano passado, escrevemos que o mercado de ações tinha subido muito em 2012, mesmo isso não tendo sido refletido no Ibovespa, e que os preços das ações de algumas empresas estavam valorizando muito mais o futuro (que é, por natureza, incerto) do que o presente. Ou seja, víamos há um ano muitas ações que, para nós, estavam caras e que, em conjunto, representavam um risco alto. Ainda há, e acreditamos que quase sempre existirão, ações caras com muitas expectativas embutidas nos seus preços – mas hoje isso não é a regra. Na verdade, nesse momento estamos bastante entusiasmados com os preços que o “mercado” está nos oferecendo. Temos enorme convicção

de que as empresas das quais somos sócios atualmente, estão com preços muito atrativos, assim como algumas outras que preferimos nesse momento não sermos sócios, por causa do custo de oportunidade.

Como estamos com nosso fundo praticamente 100% alocado em ações, nosso custo de oportunidade atual não é o CDI; é deixar de ter participação, pelo atual preço de mercado, nas empresas das quais somos sócios. Sendo mais objetivos, dado o preço oferecido e o nosso conhecimento atual, não vemos motivos ainda para trocarmos alguma ação do nosso fundo por outra, mesmo que hoje estejamos vendo diversas outras ações que serão bons investimentos para os próximos 5 a 10 anos.

Como explicamos na nossa carta no meio de 2012 (dá-lhe repetição), nosso fundo estará sempre aberto para novos aportes no início de cada ano, até 15 de março. Ainda, quando enxergarmos oportunidades de ganhos bem maiores que o normal, faremos aberturas extraordinárias para aqueles que já são clientes, como ocorreu em maio de 2012. Caso não estivéssemos no momento em que o fundo está recebendo aportes de forma ordinária, certamente estaríamos fazendo uma abertura extraordinária, dadas as oportunidades de ótimos investimentos disponíveis.

Seguindo com nossa falta de criatividade, escrevemos nos anos anteriores que não damos importância a análises e previsões políticas e macroeconômicas e nos concentramos, cada vez mais, em estudar negócios que conseguimos entender, e avaliá-los, mesmo que imprecisamente. Dito isto, dado que nossos acionistas são, em sua maioria, empresários (e bem sucedidos), nas visitas anuais individuais que fazemos, temos ouvido com alguma frequência e variações, algo como: “é... entendo e concordo que as ações da empresa X, da Y e da Z estão mesmo baratas... mas não sei... acho que ainda não é hora de comprar ações... acho que ainda vai cair mais e a oportunidade será ainda melhor”. Queremos reforçar com bastante ênfase, que nós da Nebraska também não sabemos se os preços vão cair mais ou não no curto prazo – aliás, adorariamos saber. Também ainda não conhecemos quem saiba. Assim como os grandes investidores que inspiraram a criação da Nebraska, sabemos que um bom investimento será rentável, mesmo que o ambiente seja mais ou menos difícil. Citando John Bogle, fundador da Vanguard: *“o mercado de ações é uma enorme*

*distração em relação ao negócio de investimentos”.*

Nessas visitas, também costumamos conversar sobre os negócios de cada um dos nossos acionistas. Incrivelmente, o pessimismo do mercado de ações atual parece não contaminar (com algumas poucas exceções) o otimismo desses empresários em relação aos seus negócios. Muitos estão investindo e expandindo – como se fosse possível, no longo prazo, os negócios irem bem e suas ações mal. Como disse Benjamin Graham: *“É incrível ver como muitos empresários capazes tentam operar no mercado financeiro com completa desconsideração por todos os princípios sensatos com base no qual tiveram sucesso em seus próprios empreendimentos”.*

O que nós sabemos é que, no longo prazo, o valor intrínseco de um negócio e seu valor de mercado convergem. No nosso país temos menos estatísticas sobre o mercado acionário, mas nos Estados Unidos, o índice S&P500 teve uma valorização de 9,3% ao ano de 1970 até 2010 – 40 anos. Se somarmos o crescimento do lucro por ação das empresas que compuseram o S&P500 nesse período, mais o pagamento de dividendos, o resultado foi de 9,0% ao ano.

Queremos, no entanto, deixar claro que não escrevemos esta carta para defender o Brasil, ou muito menos o governo. Apenas ressaltamos que temos entre nossos investidores grandes empresários, que passaram por momentos muito mais difíceis do que o atual, e, contudo, seus negócios floresceram. Temos convicção de que o mesmo acontecerá com as empresas nas quais investimos – o que não nos impede de reconhecer problemas, e desejar que nosso país os encare, como todos aqueles que querem um futuro ainda melhor.

### Resultados até o final de 2013:

%	NBK FIA	CDI	IBOV	NBK - CDI	NBK - 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%
Desde o Início	34,96%	22,19%	-2,73%	12,77%	37,69%
Anualizado	13,60%	8,90%	-1,17%	5,25%	14,58%

\* 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.

Em 2012, após a cota do nosso fundo valorizar-se 22,97%, escrevemos: “não achamos que o nosso desempenho tenha sido tão bom (apesar de não darmos muita importância para o desempenho de um só ano, sendo ele bom ou ruim)”. Nossa opinião não mudou – não damos importância para a valorização (ou desvalorização) do valor de mercado do nosso fundo em um ano. Aliás, gostaríamos de recomendar para aqueles que eventualmente achem esse número importante, que não invistam em ações – não é assim que esse mercado funciona – seja com a Nebraska ou em qualquer outro formato.

Reforçamos que o objetivo de existência da Nebraska é o de retorno aproximado de CDI + 4% ao ano aos seus sócios capitalistas, a cada período de 5 anos, e de uma valorização acima do mercado de ações a cada 3 anos, exceto quando esse suba muito nesse período. Obviamente, se nosso retorno tem que ser medido a cada 5 anos, não há como chegarmos a conclusão alguma ainda nesses dois anos e meio iniciais. Mas não estamos vendo nada de diferente da época em que iniciamos o fundo, e como escrevemos na carta de 2011 – se não atingirmos esse objetivo, ao menos aproximadamente, não há porque existirmos – até porque nós, os sócios gestores da Nebraska, somos remunerados praticamente apenas por performance, que incide somente sobre o **excedente** ao CDI.

### Nossos Investimentos ao final de 2013:

Empresa	Nº de Ações	Valor Investido	Proventos	Valor 31/12/2013	Carteira (%)
Itaúsa	4.454.929	40.911.975	956.545	39.648.868	30,17%
Gerdau	2.120.500	28.590.793	470.994	31.998.345	24,35%
Julio Simões	1.224.600	18.417.515	391.836	19.544.616	14,87%
ALL Logística	2.050.800	18.967.335	193.274	13.453.248	10,24%
Tempo Assist	3.324.300	11.796.843	539.918	11.568.564	8,80%
Outros	3.729.800	13.021.028	311.780	11.651.748	8,87%
Subtotal		131.705.490	2.864.345	127.865.389	
Caixa e Equiv.				3.566.331	2,71%
<b>TOTAL</b>				<b>131.431.720</b>	<b>100,00%</b>

Assim como é nossa prática, não gostamos de escrever textos sobre empresas e nossas ações. Estaremos, no entanto, 100%

disponíveis para quaisquer esclarecimentos na nossa reunião anual de acionistas, dia 27 de março a partir das 08h30min, no FK.

### **O mercado de ações e a Nebraska:**

Terminando com a parte repetitiva da nossa carta (ufa!), após escrevermos nas duas primeiras cartas anuais sobre nossos princípios, expectativas, regras, irracionalidade do mercado e outros temas mais abrangentes, nessa seção explicaremos com maiores detalhes o nosso trabalho, sua evolução, e como ele se relaciona com o mercado de ações. Inicialmente, podemos dividir o mercado de ações em dois grandes grupos: aqueles preocupados em tentar entender o preço das ações, e outro mais dedicado a entender e estudar negócios – utilizando-se do preço das ações apenas como uma referência para comprar, vender ou não fazer nada.

#### **O primeiro grupo:**

O primeiro grupo é o maior – são muitas as firmas que dedicam tempo e recursos em tentar prever o que vai acontecer com o preço das ações – o que denominamos como especulação. Isso ocorre principalmente por dois motivos: (a) conflito de interesses e (b) natureza humana.

O conflito de interesses no mercado financeiro em geral é enorme, e foi um dos motivos pelos quais criamos a Nebraska (para evitá-los, deixando bem claro). São muitos os participantes do mercado que ganham dinheiro de forma desalinhada de seus clientes – ou seja, ganham dinheiro **dos** seus clientes e não **junto com** seus clientes. Isso ocorre de várias formas, como corretagens (quanto mais o cliente troca de ações melhor); altas taxas de administração (quanto mais tempo mantiver o cliente melhor, mesmo que para isso tenha que dar ingressos para shows, descontos em hotéis, palestras concorridas, estúdios para os filhos, etc.. – ainda que o retorno seja medíocre); aberturas de capital (quando gestores de fundos investem dinheiro de seus clientes em ações promovidas

pelos bancos que os empregam) ou “rebates” (comissões pagas por fundos para que outros fundos ou gestoras invistam com eles). Isso para ficarmos em apenas alguns poucos exemplos.

Para reter essa clientela, foram criadas grandes equipes, com pessoas de alto Q.I. (normalmente jovens), capazes de fazer planilhas complexas, que dão uma falsa sensação de precisão em relação ao futuro (incerto por natureza). É esse mundo que “prevê” com quantos pontos o Ibovespa fechará no ano (um dia acertarão), qual o “preço-alvo” de uma ação para 31 de dezembro de 2014 (nunca entendemos como se faz uma conta dessas), e que divulga relatórios de analistas após resultados trimestrais ou conversas com as empresas (que, por sua vez, erroneamente dão muita atenção para esses acionistas de curto prazo, em detrimento de eventuais de longo prazo). Nós até conhecemos alguns (poucos) analistas dessas “casas” muito inteligentes (diferente de alto Q.I.), com profundo conhecimento sobre os negócios que analisam, mas que acabam por entregar-se ao famoso imperativo institucional – ou à pressão dos pares – e sucumbem à especulação.

Não conhecemos nenhum gestor ou investidor que admiramos, ou que tenha um grande desempenho no longo prazo, que esteja nessa “corrente” do mercado de ações. É essa a corrente que estimula uma visão cada vez mais de curto prazo, seja por parte do “mercado”, seja por parte de muitas empresas de capital aberto. Ainda, nesse mundo, é natural não ter **apenas um** portfólio de investimentos – fica mais fácil para “enaltecer” os acertos, e “ignorar” ou “racionalizar” os erros, especialmente quando esses erros são cometidos por todo o “mercado”. O resultado final é um desempenho comum (na melhor das hipóteses) quando analisadas as carteiras de investimentos dessas firmas como um todo.

Um outro ponto que faz com que essa “corrente” do mercado acionário seja a maior, vem da natureza humana. Nós humanos

gostamos de acreditar que existe “dinheiro fácil” (não é à toa que os cassinos sejam tão populares, e as pirâmides financeiras tão frequentes). Normalmente, as pessoas adoram “dicas”, e acreditam seriamente que entendem de um mercado extremamente competitivo e profundo como o do investimento em ações. Não é raro encontrarmos profissionais de diversas áreas com algum “palpite” para nos dar, ou uma análise bastante “profunda” sobre determinada empresa – isso faz parte da natureza humana. Assim como faz parte a ilusão de que é “fácil” ganhar dinheiro – basta apertar uns botões, fazer um cursinho de uma semana (no máximo), ler um livro da série “como ficar rico rápido”, e pronto – em breve a “riqueza” chegará.

Ignora-se, assim, que a atividade de investimentos, quando tem sucesso, é **extremamente** bem remunerada, pois é **muito** valiosa em uma sociedade capitalista. Como toda atividade bem remunerada, a competição é **enorme**, e apenas **poucos** terão **realmente** um ótimo desempenho – puro bom senso. Vale o mesmo para médicos, advogados, ou... investidores.

Além disso, mistura-se no aspecto da natureza humana a parte emocional dos investimentos. Somos muito mais avessos a perdas do que propensos ao ganho, e o mercado de ações nesse aspecto é terrível: ele disponibiliza uma cotação **todos** os dias para as nossas empresas de capital aberto. Não temos isso com nossos imóveis, fazendas, ou empresas de capital fechado – apesar de todos esses variarem de valor também, mas de forma mais suave, assim como ocorre com as empresas de capital aberto – só que essas têm “cotações instantâneas”, e isso parece fazer com que pensemos: “elas são diferentes”.

Para finalizar nossa série de “elogios”, muitos preferem perder dinheiro ou ter desempenhos medíocres em um banco X (de preferência um bem grande, ou internacional), do que ganhar com gestores menos conhecidos. Da nossa parte, sem arrogância alguma,

agradecemos **muito** o fato de essa enorme “corrente” especulativa existir – ela que nos dá a certeza de que, se tivermos a dedicação e seriedade necessárias, teremos bons retornos.

### **O segundo grupo:**

Para aqueles que chegaram até aqui no texto (obrigado aos cinco!), acreditamos já terem percebido que a Nebraska faz parte desse segundo grupo. Esse é o que dedica praticamente toda a sua energia e recursos a analisar empresas e utiliza o mercado de ações apenas como um ofertante de preços, sem a obrigação de se fazer nada.

No entanto, mesmo nesse segundo grupo, há grandes diferenças entre as firmas de investimentos. A maioria dessa minoria (hã?!), tem um formato de operação diferente da Nebraska. Muitas firmas trabalham com diversos analistas e utilizam planilhas complexas denominadas de “modelos” – nós não.

Ao formatarmos a Nebraska, como todos sabem, nossa grande inspiração foi a história do Warren Buffett e seu parceiro, Charlie Munger. E, ao estudá-los mais profundamente, descobrimos alguns outros (poucos) investidores com ótimos desempenhos, e uma forma de trabalhar muito singular: sozinhos – ou no máximo em duas ou três pessoas – como Buffett e Munger.

Muitas firmas de investimentos trabalham com equipes **muito** maiores – normalmente com diversos analistas “cobrindo” um número limitado de empresas, e passando essas informações aos gestores que têm a decisão final. Esses analistas, invariavelmente usam “modelos” – que são **enormes** planilhas, com uma quantidade grande de variáveis (muitas delas macroeconômicas) que “projetam” os resultados futuros dos negócios. Algumas dessas firmas de investimentos acabam por ser um *mix* entre o primeiro e o segundo grupo – misturando conceitos de empresas com conceitos do mercado de ações.

Na Nebraska, atualmente, a gestão de recursos está **totalmente** centralizada em apenas duas pessoas – que passam quase que a totalidade do seu tempo visitando empresas, acionistas, ex-acionistas, conversando – e, **principalmente**, lendo e estudando os negócios através de dados públicos e disponíveis para todos que tiverem a disposição de ir buscá-los. Ainda, nós não usamos “modelos”. Nossas planilhas também são muito grandes, mas servem para estudar o **passado** e não o futuro. Nós acreditamos que um rigoroso estudo do passado, aliado a uma compreensão de capitalismo, ambiente competitivo, histórico dos gestores, dos controladores, enfim, um grande e profundo estudo, eventualmente nos habilita a entender o valor econômico de um negócio no futuro, e como ele deve se comportar em diferentes cenários. É um processo bem mais impreciso, mas na nossa opinião, mais confiável. Citando Keynes: *“é melhor estar aproximadamente certo do que precisamente errado”*.

Aqui, cabe uma ressalva importante: conhecemos muitos investidores e gestoras que utilizam-se de “analistas/modelos”, e são muito bons – com ótimos resultados. Nós não sabemos, nem precisamos saber, o que é melhor – apenas sabemos o que combina mais com a nossa natureza, e qual o formato utilizado pelos investidores que **realmente** admiramos. Ainda, ressaltamos que temos plena consciência de termos muito a evoluir. Estamos há pouco tempo atuando, e ainda descobrimos mais “novidades” nas nossas análises do que se espera quando estivermos mais experientes. Mas nossa evolução tem sido sólida e constante, e é ela que queremos compartilhar com vocês.

### **A Nebraska nesses 30 meses:**

Nenhum dos sócios da Nebraska é oriundo do mercado financeiro. Há alguns poucos anos éramos apenas algumas (poucas) pessoas com algumas ideias sobre investimentos, e com clareza dos princípios que queríamos seguir – e,

principalmente, clareza dos princípios que **não** queríamos seguir.

No início, nos dedicamos a estruturar as regras de governança e princípios do fundo, e atuar principalmente na irracionalidade do “mercado”, sem um profundo conhecimento dos negócios. Nessa fase, utilizávamos muito indicadores padronizados de análise de empresas. Não que nossa “análise” acabasse aí – líamos os balanços e relatórios anuais das empresas; as visitávamos e íamos, aos poucos, ganhando profundidade nesse conhecimento. Só que ainda éramos mais “Graham” do que “Buffett” (especialmente o Buffett da Berkshire). Acreditamos que essa estratégia dê um bom retorno (pois a fonte de irracionalidade do “mercado” parece inesgotável), mas acreditamos também que podemos ser melhores do que apenas isso.

A partir de então, começamos uma segunda fase, que chamávamos de “ampliar o nosso cardápio”. Lemos e estudamos mais de 150 empresas, seus números, visitamos a grande maioria delas, e fomos, cada vez mais, aprofundando nosso conhecimento sobre balanços, resultados, notas explicativas, ambiente competitivo, gestores, controladores, interesses, etc. Apesar de ainda não sermos tão profundos nessa fase, acreditamos que ela já nos gera, e vai gerar ainda, muito valor. “Expormos” o nosso conhecimento a tantos negócios diferentes, geridos e controlados por pessoas muito distintas, nos ajudou e muito a começarmos a entender as peculiaridades mais profundas sobre cada uma dessas empresas.

Chegamos então ao terceiro estágio, o atual, que é o de aprofundar as análises. Checar ao máximo os dados. Ler mais sobre a história das empresas, sobre a forma de contabilidade utilizada (tem cada coisa – e auditada!), sobre quem está no comando (quais negócios já fez, quais os reais interesses dos envolvidos), sobre concorrentes; enfim, buscar um conhecimento que denominamos aqui na Nebraska de “empresarial”. Só que, para adquirir esse



conhecimento, é necessário muito tempo de leitura e estudo, além de nos ajudar muito o fato de conhecermos pessoas que nos expliquem sobre seus negócios e nos contem suas histórias. Essa fase atual nunca acabará – sempre se aprende algo sobre uma empresa –, e somos muito felizes de fazer esse trabalho fascinante e conhecer muita gente interessante.

É esse “conhecimento mais empresarial”, aliado a um rigoroso estudo das empresas, de seus números e de seus negócios, que determina os nossos investimentos – o quanto investir em cada ação. Pela nossa carteira divulgada acima, percebe-se que não somos muito adeptos da diversificação. O quanto temos, ou teremos de cada empresa é um balanço entre o quanto entendemos do negócio e quanto de tempo já dedicamos a ele, mas sem **jamais** esquecer a nossa origem: o preço do investimento. Nenhum negócio é tão bom que valha qualquer preço – o preço **precisa** fazer sentido.

No longo prazo, acreditamos que poderemos fazer ainda mais. O mercado de ações do Brasil é pequeno, e o conhecimento que estamos acumulando sobre negócios certamente será útil para nós e nossos acionistas. Nosso sonho grande é ser como a Berkshire Hathaway - uma *holding* com investimentos em ações, e também em empresas de capital fechado. Contudo, trilharemos esse caminho de forma organizada, mantendo o foco e a dedicação que nosso fundo de ações demanda, para que nosso difícil objetivo de rentabilidade seja alcançado.

Apesar da nossa convicção de termos, até agora, feito ótimos investimentos, as primeiras fases do nosso negócio – a de atuar mais na irracionalidade, e a de “ampliar” o cardápio - obviamente produziram mais erros do que queremos para o nosso fundo no futuro. Em 2013 temos mais alguns para “orgulhosamente” apresentar (que comentaremos no nosso encontro anual). No entanto, a grande margem de segurança que pedimos ao alocar o nosso capital, normalmente tem sido suficiente para suportá-los.

Para finalizar, relembramos que temos ido anualmente ao encontro de acionistas da Berkshire Hathaway, em Omaha, e nosso grupo está cada vez maior (em torno de 25 pessoas em 2013). É muito interessante ver *in loco* como uma visão de longo prazo, aliada com grande conhecimento, dedicação e fortes princípios, tornou-se um dos maiores conglomerados empresariais da história. Como sempre, temos credenciais disponíveis para aqueles que quiserem juntar-se a nós no próximo dia 3 de maio.

Esperamos vê-los todos no dia 27 de março às 08h30min no FK, e agradecemos a confiança.

Nebraska Capital