

Fevereiro de 2016

“Old Habits Die Hard”. – Hábitos Antigos Custam a Morrer

Dito popular americano

Resultados:

%	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%
2015	-13,86%	13,23%	-13,31%	-27,09%	-0,54%
Desde o Início	9,04%	53,31%	-18,14%	-44,27%	27,18%
Anualizado	2,01%	10,32%	-4,50%	-8,31%	6,51%
* 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.					

Iniciamos essa carta com um formato diferente, pelos resultados. Não achamos que nenhum dos resultados anuais dos últimos três anos, isoladamente, seja muito importante. São normais no nosso tipo de mercado. Mas, em conjunto, um resultado acumulado de -18%, em um país que teve nesse período uma inflação de 26% (pelo INPC) e ainda uma taxa de juros de curto prazo (CDI) de 36% com baixo risco, é inaceitável.

Um resultado inaceitável como esse nos leva a dois questionamentos importantes: (1) é viável investir em ações no Brasil, gerando um retorno adequado após os custos? E (2) em sendo viável, a Nebraska é uma das empresas que tem a capacidade para gerar esses retornos?

Começamos com a pergunta (1): Apesar de nossos resultados, até o momento, serem inaceitáveis, devemos olhar a realidade e seus dados para tentarmos chegar às conclusões corretas. Como já colocamos na nossa carta anual de 2014 e nos dois últimos encontros anuais, no longo prazo, o retorno das ações é compatível com o retorno dos negócios. Como existem alguns negócios no Brasil (não muitos), que possuem retornos estruturais muito bons, bem acima do CDI, o investimento em ações dessas empresas, a partir de um preço não muito alto, produz um ótimo retorno para os seus investidores. Isso pode ser comprovado ao se analisar o retorno de alguns fundos que focam em investir nesse tipo de empresas, há

bastante tempo e com grande sucesso; ou mesmo no nosso caso, quando olhamos para apenas esse tipo de empresa dentro dos investimentos que fizemos - mais sobre isso adiante.

Sobre a pergunta (2), ao olhar para o passado, obviamente a resposta é não. Mas, dado que o passado não pode ser alterado, repete-se a pergunta em relação ao futuro: a Nebraska tem condições de ser uma das poucas gestoras do Brasil que investe no mercado de ações e consegue, ao longo do tempo, gerar um retorno consistentemente acima do CDI? Para responder a essa pergunta, temos que, primeiramente, analisar o que nos levou a esse resultado até aqui.

O Histórico da Nebraska

Como ressaltamos em nossas cartas anteriores, e em especial na de 2013, a fundação da Nebraska deu-se em virtude de uma lacuna que identificamos no mercado, de uma empresa com altos princípios de governança e alinhamento com seus clientes. No entanto, como nenhum de nós tinha grande experiência no mercado financeiro, iniciamos o nosso negócio sendo mais superficiais e atuando mais na irracionalidade do mercado do que na profundidade das análises e do conhecimento empresarial.

E assim foi porque por muito tempo (de 2002 a 2012), esse tipo de estratégia funcionou no mercado brasileiro em geral, tendo retornos muito acima do CDI e também do Ibovespa. Hoje sabemos que, muitas vezes, uma década pode não ser um período suficientemente longo para se chegar a uma conclusão sobre um método ou um mercado. Isso vale para ações, imóveis, ou qualquer outro tipo de investimento. Na verdade, em qualquer desses mercados, o real teste é: como é o desempenho da estratégia no mercado difícil, onde muitas variáveis podem jogar contra? Ou, como colocou Warren Buffett: “é quando a maré baixa que se nota quem estava nadando nu”.

Talvez, pela frase acima, possa parecer que o responsável pelo nosso desempenho ruim tenha sido o mercado, ou a política ou qualquer outra variável fora do nosso controle. Talvez até fosse mais fácil ou conveniente colocarmos a culpa em fatores externos, como vemos em muitos casos. Nossa postura, no entanto, desde o início do fundo foi a de trazer nossos erros à tona, mesmo que isso não seja o convencional. Como disse Charlie Munger no encontro anual da Berkshire de 2011: “Eu terei um desempenho melhor no futuro se eu esfregar meu nariz nos meus erros. Esse é um ótimo truque de se aprender”.

A verdade é que o método superficial de investimentos em ações não funcionou em um momento difícil. E se um método não funciona em momentos difíceis, significa que ele não é confiável, pois os momentos difíceis inevitavelmente virão.

Investimento em Ações

Para deixarmos mais claro o problema interno enfrentado, vamos repetir, sucintamente, como funciona o mercado de ações e como a Nebraska se insere nele.

A maior parte do mercado (no Brasil ou fora) gira em torno do preço das ações (e não do desempenho das empresas), comprando uma ação porque acredita que ela vá subir (por que mais seria?). No entanto, essa maioria do mercado não relaciona o fato de uma ação ser um pedaço fracionário de uma empresa, e apenas olha o preço de uma ação, como se ele contivesse mais informações do que somente isso: um preço. Desenvolveram-se muitas teorias e conceitos como análise gráfica, volatilidade, e outras para dar um ar de “ciência” a algo que, racionalmente, não tem explicação. Não conhecemos investidores que tenham tido sucesso no longo prazo utilizando esse tipo de “estratégia”.

Existe outro pedaço do mercado, normalmente definido como “*Value Investing*” ou “fundamentalista”, que entende que uma ação nada mais é do que uma fração de um negócio, e que sua valorização ou desvalorização dependerá, principalmente, de dois fatores: o preço pago e o valor econômico gerado pela empresa no futuro. Sempre deixamos claro que a Nebraska pertence a esse segundo grupo, como está na nossa primeira carta anual:

“E isso reflete nossa forma de investir: ações são certificados de propriedade de negócios. Como não acreditamos em poder “ler” o que o mercado vai fazer, se nos concentrarmos em estudar esses negócios e, por uma razão irracional ou uma visão de curto prazo, o mercado nos oferecer a oportunidade de nos tornarmos sócios dessas empresas, o faremos sem pestanejar”.

Se já estamos no grupo “certo”, por que então os resultados são ruins? O problema é que podemos subdividir esse segundo grupo em mais dois, que podem parecer similares, mas no fundo são bem diferentes:

Um primeiro (chamemos de “tipo 1”) é o que avalia empresas mais superficialmente e matematicamente, acreditando que praticamente qualquer empresa possua um preço no qual

ela estará “barata”. Basta aguardar um momento contrário, de irracionalidade, e investir. Claro que, pela superficialidade, esse modelo vai gerar alguns erros, mas na teoria eles serão suplantados com folga pelos acertos, já que se pagou “barato”.

E foi assim que iniciamos a Nebraska, buscando esse tipo de investimento principalmente. E isso deu resultado, até mesmo antes do início do fundo, quando investíamos privadamente ou dando consultoria a alguns poucos clientes. O mercado estava fácil.

O segundo subgrupo (chamemos “tipo 2”) é o que, além de fazer todo o trabalho matemático necessário, entra na “vida” das empresas. Dá também, obviamente, muita atenção aos números, mas se dedica a entender a gestão, o ambiente competitivo, a alocação de capital, os conflitos de interesse, as relações pessoais e diversos outros aspectos. Aqui, procuram-se empresas muito boas, com alto retorno sobre o capital e que, pelo conjunto de forças analisado, assim se manterão por muitos e muitos anos, com grandes vantagens comparativas em relação aos seus concorrentes. Nesse caso, como grande parte do valor da empresa está no futuro, o preço pago pela ação ainda tem importância, mas bem menos do que no anterior (“tipo 1”), onde é a variável mais importante.

Para poder fazer uma análise como essa, de vários aspectos quantitativos e, principalmente, qualitativos, leva-se muito, muito tempo. Especialmente a parte de julgar se o futuro de uma empresa será tão ou mais brilhante quanto foi seu passado. Isso porque, no capitalismo, empresas brilhantes tendem a ser copiadas. Esse formato de investimento exige, além de muita dedicação, muita reflexão e muita paciência. Principalmente no Brasil, pois são poucos os casos de empresas de capital aberto que preenchem os requisitos do parágrafo anterior.

Nós já trabalhamos há pelo menos dois anos nos dedicando a esse tipo de empresas, como referimos nas nossas duas últimas cartas. No entanto, infelizmente, o ser humano veio ao mundo com uma tendência de tentar racionalizar e defender uma decisão anterior (como um investimento), e nós demoramos muito tempo para “rompermos” o laço com nosso passado. O resultado dessa demora foi implacável.

Fizemos poucos investimentos “tipo 1” nos últimos dois anos (e em proporções pequenas do portfólio). Mas carregamos, por boa parte desse período, investimentos de 2012 e 2013 que tiveram resultados muito ruins. Resultados esses, para deixar claro, de perdas

econômicas nessas empresas (que é o que realmente importa para um empresário). Em junho de 2015 decidimos “cortar” esse laço de uma vez, ficando com poucos investimentos “tipo 1” na nossa carteira. Ou seja, praticamente toda a queda da nossa cota no segundo semestre (aproximadamente 15%) não está relacionada a esses erros, mas sim de avaliações do mercado de ações diferentes das nossas sobre alguns dos principais negócios nos quais investimos, especialmente em Itaú, Bradesco e Vivo.

Gostaríamos aqui de ressaltar, como já fizemos antes, que essas oscilações de mercado não nos preocupam, desde que nossas análises e julgamentos estejam corretos nas empresas citadas. Reforçando: essa queda de 15% iria ocorrer mesmo que nunca tivéssemos feito investimentos “tipo 1”. O ponto é que nosso resultado deveria estar bem acima do que estava antes da queda, se não tivéssemos feito esse tipo de investimentos (incluindo os que deram dinheiro).

Nossa Carteira de Investimentos em 31/12/2015:

Empresa	Nº de Ações	Valor Investido	Proventos	Valor 31/12/2015	Carteira (%)
Itaúsa	4.278.759	31.437.501	5.646.401	29.437.862	33,4%
Equatorial	381.600	8.861.798	389.007	13.065.984	14,8%
Cemar	470.187	7.666.069	150.331	8.449.260	9,6%
Vivo	190.900	8.477.304	575.752	6.645.331	7,5%
Bradesco	253.600	8.245.386	366.760	4.889.408	5,6%
Outros Brasil	-	19.762.677	2.825.562	9.451.168	10,7%
Outros USA	-	4.622.591	0	4.750.439	5,4%
Subtotal		89.073.326	9.953.813	76.689.453	
Caixa e Equiv.				11.350.769	12,9%
TOTAL				88.040.221	100,0%

Sobre o nosso portfólio destacamos algumas mudanças durante o ano de 2015. As maiores são a saída de Gerdau e Cosan Logística dos nossos investimentos principais, o aumento do nosso investimento em Cemar e a inclusão de Bradesco. Mantivemos nossos investimentos em Itaú, Equatorial e Vivo.

Ainda, dentro do “Outros Brasil” temos alguns investimentos “tipo 1”, mas com preços bem mais exigentes do que antes e, o mais importante, em quantidades muito menores, limitando assim uma eventual perda. Na categoria “Outros USA”, temos 2 pequenos investimentos em empresas americanas, que já estudamos há muito tempo. Como ressaltado

no ano anterior, esses investimentos são sempre transformados em Reais através de uma venda de Dólar no mercado futuro, pois não temos previsão alguma que seja interessante sobre o mercado de câmbio. Aqui, cabe um adendo: acreditamos que, aos poucos, essa parte do nosso portfólio (USA) crescerá em relação ao resto, especialmente pela escassez de opções de investimentos com as características que estamos buscando no mercado brasileiro. Porém, temos que ter muito cuidado, pois apesar da contabilidade muito boa, de regras de mercado muito melhores, e de gestores em geral bem mais desenvolvidos, ainda estamos aprendendo muitas nuances do mercado americano, afinal, todos os mercados têm suas peculiaridades (costumes, leis, organizações, etc...) que precisam de tempo e dedicação para serem compreendidas.

Em 2015 escrevemos dois outros relatórios, que denominamos “Relatório de Investimentos”, para aqueles mais interessados em entender o porquê dos nossos investimentos nas nossas principais empresas. Escreveremos mais deles sempre que tivermos algo importante a dizer sobre elas. Link:<http://nebraskacapital.com.br/relatoriosinvestimentos.asp>. No primeiro deles, falamos mais sobre nossa transição para investimentos “tipo 2”. Também explicaremos mais sobre nossos investimentos no nosso encontro anual.

Futuro

Não é porque não estávamos totalmente preparados que tudo o que fizemos está errado. Como referido no início da carta, fizemos alguns bons investimentos (“tipo 2”), que acreditamos que darão bons frutos ainda. Mas, mais importante, nossos objetivos, valores e princípios não mudaram: continuamos tendo a menor taxa de administração para investimento em ações no Brasil das que conhecemos (hoje 0,86% ao ano incluindo o Administrador), e somente voltaremos a ganhar dinheiro quando estivermos acima do CDI no resultado acumulado (para muitos investidores, bem acima por causa da linha d’água). Ainda, a maior parte do patrimônio líquido dos sócios continua e continuará investida no mesmo portfólio que os clientes, e esse é o único investimento permitido aos sócios da Nebraska, além de renda fixa de curto prazo para eventuais emergências. Essa parte da Nebraska foi muito bem estruturada, e é algo do que nos orgulhamos, e não mudará.

Para reforçar esse alinhamento, nesse ano de 2016 faremos uma abertura extraordinária de resgate do fundo após o mesmo completar cinco anos ao final de agosto.

Como o resultado está ruim, muito abaixo do CDI, aqueles que quiserem poderão pedir resgate dos seus investimentos durante o mês de setembro, para pagamento em 30 dias, um prazo bem menor do que aquele normal do nosso fundo.

Por causa dessa alteração no nosso prazo de resgate, nosso encontro anual será agendado para agosto, atualizando a todos sobre nossa carteira de investimentos naquele mês. Ressaltamos que estamos à disposição para visitas individuais até lá, caso algum investidor tenha alguma outra dúvida ou questionamento.

Para finalizar, ficou ainda em aberta a resposta à pergunta (2) do início da carta:

“A Nebraska tem condições de ser uma das poucas empresas do Brasil que investe no mercado de ações e consegue, ao longo do tempo, gerar um retorno consistentemente acima do CDI?”

A resposta é que não sabemos. Os resultados é que terão que provar isso. Na parte de investimentos, a partir das mudanças no nosso processo referidas anteriormente, acreditamos que nossos resultados devem melhorar sensivelmente, mesmo em um ambiente econômico mais difícil. Até porque, como já escrevemos nas nossas cartas anteriores, não há motivo de existirmos se não gerarmos um retorno de, ao menos, perto de 4% acima do CDI anualmente a cada cinco anos. Em isso não ocorrendo, esse não terá sido um bom investimento (como não foi até agora), nem os donos da Nebraska ganharão dinheiro (como não ganhamos nos últimos três anos).

O que sabemos, e nos comprometemos, é que, independentemente do tamanho do fundo, estaremos aqui trabalhando sério em busca de bons investimentos e resultados nos próximos anos, mesmo que nós não ganhemos dinheiro por um bom tempo. Nos organizamos financeiramente para isso, a Nebraska é a empresa com a qual sonhamos, e todos nós temos muita disposição para trabalhar duro por bastante tempo.

Agradecemos a Confiança,

Nebraska Capital