

CARTA AOS ACIONISTAS - 2011

ATENÇÃO

Alertamos para a importância da leitura deste relatório.

Para aqueles cuja aplicação seja significativa em relação ao seu patrimônio, a leitura deverá trazer alinhamento e tranquilidade.

Para aqueles cuja aplicação não seja relevante, poderão vir a encontrar os argumentos para começar a mudar esta realidade - o que será muito apreciado - no momento adequado.

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, 12 (doze) meses. A Nebraska Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

Comentários Gerais

Em 25 de agosto de 2011, após conseguirmos vencer as etapas burocráticas necessárias, nasceu o nosso fundo. Se, por um lado, a espera pela abertura foi um pouco frustrante, por outro foi muito bem recompensada pelo momento em que aconteceu. No dia 8 de agosto, após a *Standard & Poor's* rebaixar a nota de classificação da dívida americana, o principal índice de ações do nosso mercado acionário, o Ibovespa, abriu com uma queda que chegou a quase 10%, fechando nos 47.793 pontos, após ter iniciado o ano de 2011 em 69.305 pontos (queda de 31%). Sendo assim, dado o momento da abertura do fundo, pudemos alocar o seu dinheiro em empresas de grande valor a preços baixos. 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.

E isso é fundamental que todos tenham bem presente. A volatilidade é amiga do bom investidor e inimiga do mau. Nesse aspecto, 2011 foi um ótimo ano para investidores como nós. Não é esse o comentário padrão do mercado, afinal, foi um ano de muitos medos, e diversos fundos apresentaram resultados ruins, sofrendo com saques generalizados. Para nós, momentos como esse são mágicos, e gostamos muito quando ocorrem. Afinal, olhamos para as empresas como se elas não fossem de capital aberto e usamos o mercado de ações apenas para alocar inteligentemente nosso dinheiro. Em um fundo como o nosso, composto em sua maioria por sócios (é assim que os vemos) que são empresários, temos certeza de que nenhum de vocês achou que seus negócios valiam 10% a menos em uma segunda-feira do que na sexta anterior, como o índice Ibovespa sugeriu. E não é o caso de que na sexta-feira as ações já estivessem caras (em geral), tendo ocorrido apenas uma correção na segunda. Na verdade, o índice já vinha caindo há algum tempo, e esse dia foi apenas o extremo de um comportamento irracional que ocorre de vez em quando. Assim, ressaltamos que, nesses dias,

todos nós devemos estar felizes, pois estão nos oferecendo grandes produtos (empresas) por preços de promoção. E é isso o que adoramos: promoções. Afinal, qual o sentido de investir em uma empresa se não o de ela estar sendo vendida por menos (na verdade gostamos mesmo é de bem menos) do que seu valor intrínseco?

Esse é o conceito que usamos para avaliar empresas: valor intrínseco. Isso nada mais é do que o valor que um empresário racional acreditaria que, caso fosse dono de todo o negócio, o mesmo valeria. Claro que, normalmente, empresários tendem a achar que seus negócios valem mais do que realmente valem (na verdade, pessoas tendem a achar que seu carro, sua casa, seu barco etc. valem mais, mas esse é outro assunto). Por isso, a palavra racional está destacada acima. Não é raro encontrarmos, nas aberturas de capital – *IPO's* (quando os empresários estão vendendo parte de seus negócios) – , postos de gasolina sendo vendidos como petrolíferas; bancas de jornal como editoras; ou artesanatos como indústrias. Há até os casos mais recentes de empresas que ainda não produziram nada sendo vendidas como se fossem um Wal-Mart ou uma Coca-Cola, empresas que estão há muito tempo produzindo resultados consistentes. Assim, para nós, manter os pés no chão nas avaliações é uma regra, que faz com que deixemos passar “grandes” oportunidades como essas citadas nos seus *IPO's*. Esse não é o nosso negócio.

Ainda, cabe aqui um reconhecimento e um agradecimento pela confiança a todos os nossos sócios, justamente por investirem no momento certo, mas difícil. Isso nos dá a certeza de que o trabalho de atrair as pessoas corretas foi muito bem feito, e de que temos sócios inteligentes e com visão de longo prazo. Nada como um empresário bem instruído para esse alinhamento. Muitos já passaram por inflação, confisco, moratória e outros riscos, e seus negócios floresceram. Nosso fundo será assim também. Teremos momentos difíceis, mas nossos princípios são muito fortes e farão com que, no fim, nossos objetivos sejam atingidos.

Resultado 2011

%	NEBRASKA CAPITAL FIA	CDI	IBOV	NBKA - IBOV	NBKA - CDI
2011*	8,30	3,83	7,18	1,12	4,47
Desde o Início	8,30	3,83	7,18	1,12	4,47

*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.

Falamos que somos investidores de longo prazo, que nos preocupamos com as empresas, que usamos o mercado de ações para nos servir (e não o contrário) e fazer qualquer comentário sobre o nosso resultado de 2011 seria uma grande incoerência. Na verdade, chegar a qualquer conclusão em relação a investimentos em quatro meses seria precipitado.

Nossa expectativa (não promessa) de resultados deve ser avaliada em intervalos de cinco anos (mas pedimos um mínimo de três). Em cada uma dessas janelas de tempo, esperamos conseguir produzir algo em torno de 5% anuais em relação ao CDI antes do pagamento da *performance* para a nossa gestora, o que se traduz em uma valorização da cota em torno de 4% ao ano acima do CDI. Em relação ao Ibovespa, acreditamos que, a cada janela de três anos, consigamos ter alguma boa vantagem em relação ao índice, com possível exceção de três anos em que o Ibovespa suba muito de forma consecutiva.

Acreditamos que, nesse momento em que iniciamos nossa sociedade, seja fundamental (1) alinharmos nossas expectativas e (2) estabelecermos como devemos ser medidos antes dos resultados acontecerem, e não depois. Abaixo explicaremos essas duas questões.

Em relação aos resultados que acreditamos que vamos conseguir, ressaltamos a relevância de uma *performance* consistente acima do custo de capital estabelecido, o CDI. Se, em um determinado ano, 4% não pareça muito acima do CDI, no longo prazo, e com a ajuda do efeito dos juros compostos, esse desempenho será muito atrativo, e bem acima do que vemos a grande maioria dos fundos entregar aos seus clientes. Não é à toa que Benjamin Franklin classificou os juros compostos como a oitava maravilha do mundo, e Albert Einstein

como a maior descoberta matemática de todos os tempos. Só que, para aproveitarmos esse efeito, precisamos de (a) tempo, (b) consistência e (c) poucas perdas.

Pedimos licença para nos tornarmos um pouco mais matemáticos aqui, mas essa compreensão é fundamental para quem tem um horizonte de investimentos de longo prazo, como nós todos (não se constroem em pegar as calculadoras – também as pegamos). Se fizermos uma suposição (e é apenas isso, pois não acreditamos em previsões) de que o CDI de longo prazo da economia brasileira seja de 10% (suposição!) e entregarmos aos nossos sócios 4% ao ano acima disso, teremos uma *performance* de 14% ao ano no fundo. Abaixo, o efeito do tempo de um desempenho como esse para um investimento hipotético de R\$ 1 milhão:

Retorno	Anos					
	1	5	10	20	30	40
CDI 10%	1.100.000	1.610.510	2.593.742	6.727.500	17.449.402	45.259.256
Meta14%	1.140.000	1.925.415	3.707.221	13.743.490	50.950.159	188.883.514

Só que a tabela acima não serve para muita coisa. Afinal, de que adiantaria alguém que investiu um milhão de cruzeiros (moeda da época) em 1972 ter quase 189 milhões de cruzeiros hoje? (Talvez, se alguém tiver isso em espécie, deva valer bastante, mas pela raridade). Para nós, investidores de longo prazo, adeptos da filosofia do *Value Investing* (Investimento em Valor), a definição de investimentos mais correta é “abrir mão de poder de compra hoje com a expectativa racional de ter mais poder de compra no futuro, depois de pagar os devidos impostos”. Em relação ao mesmo tema, anexamos tradução de artigo publicado em 9 de fevereiro de 2012 na Revista *Fortune*, escrito por Warren Buffett, o que nos desencoraja a escrever sobre a mesma coisa, pelo efeito da comparação.

Prosseguindo com nossa aula de juros compostos (quem concluir o curso pode solicitar o diploma no nosso escritório) temos, até o momento, juros de curto prazo da economia brasileira (CDI) embutindo a expectativa de inflação nessa conta. Ou seja, com a suposição acima, de um CDI de 10% ao ano, seria razoável supor (não prever) que nessa taxa teríamos uma inflação esperada em torno de 5%. Assim, utilizando nossa definição de investimentos, nossa expectativa seria descrita mais

corretamente como entregar aos nossos sócios algo como 8,6% ao ano em termos reais, contra 4,8% ao ano do CDI do exemplo. Abaixo, a mesma tabela, computando esse efeito:

Retorno	1	5	10	20	30	40
4,80%	1.047.600	1.261.762	1.592.043	2.534.602	4.035.197	6.424.208
8,60%	1.085.700	1.508.513	2.275.613	5.178.414	11.784.065	26.815.970

Obs.: Para se chegar ao retorno real, basta dividir o retorno nominal pela inflação. No caso de um CDI de 10% e inflação de 5%, divide-se 1,1 por 1,05 = 1,048.

Essa tabela demonstra o que realmente importa. Se os juros reais (descontado a inflação) da economia ficarem em torno de 5% ao ano, em 40 anos o poder de compra de quem fez esse investimento terá sido multiplicado por 6,4 – nada mal. No entanto, nessa mesma economia, se conseguirmos um resultado de 8,6% em termos reais, o poder de compra do nosso dinheiro terá sido multiplicado por quase 27! Não somos nós que vamos discordar de Franklin, Einstein ou Buffett!

O que quisemos acima foi, além de demonstrar o efeito dos juros compostos no longo prazo, ressaltar aos nossos sócios que a inflação é um componente muito importante nos investimentos. Especialmente no Brasil, que, mesmo após a implantação muito bem-sucedida do Real, ainda tem índices de inflação altos. Tais números, pelo mesmo efeito dos juros compostos, fazem com que nosso dinheiro valha cada vez menos.

No entanto, para que as tabelas acima se tornem verdade, temos de cuidar muito daquilo que entendemos como risco: a perda permanente de capital. Isso ocorre não quando o mercado cai de forma irracional (volatilidade), mas sim quando há uma perda de valor intrínseco do negócio em relação àquilo que pagamos por ele – como a quebra de uma empresa na qual investimos, em um caso extremo. E a perda é muito punitiva em um programa de investimentos que tenta ter resultados consistentes. Por exemplo, se conseguirmos atingir a nossa expectativa e entregarmos aos nossos sócios um retorno de 14% (contra um CDI de 10%) ao ano em dez anos, como já sabemos, o efeito composto desse resultado será muito alto (271%). Só que, se no 11º ano tivermos um ano ruim (não trágico), com uma queda de 20%, apenas esse ano fará com que o efeito acumulado da *performance* durante todo o período (11 anos) caia para 10,4% ao ano, ou pouco mais apenas que o CDI acumulado de todo esse tempo. Isso faria com que nosso

fundo passasse de uma posição de grande rentabilidade acumulada em um ano para uma medíocre no seguinte – rentabilidade que seria atingível até com renda fixa de baixo risco no cenário proposto. Esse exemplo mostra que a perda é sempre desproporcional ao ganho. Em um local como o Brasil, com custo de capital e inflação altos, o efeito é multiplicado. Ressaltamos, novamente, que uma queda de 20% no preço das ações das empresas em que investimos não nos assusta, desde que o valor intrínseco delas permaneça intacto.

Em relação ao nosso desempenho comparado com o Ibovespa, como citado acima, esperamos, a cada três anos, termos uma boa vantagem, exceto em três anos onde o Ibovespa suba muito em sequência. Infelizmente, no Brasil, não conseguimos fazer uma afirmação tão categórica olhando para trás, de que as ações ganham da renda fixa com tanta margem, como faz Buffett no artigo em anexo. Em tese, isso tem de ocorrer, e acreditamos que, no longo prazo, vá ocorrer. Mas não temos um número tão claro de expectativa de desempenho em relação ao Ibovespa como temos em relação ao CDI. Afinal, desde que passamos a ter uma moeda mais confiável, se analisarmos períodos de cinco, dez e quinze anos, em dois deles o CDI rendeu mais que o Ibovespa (cinco e quinze anos), e no outro aconteceu o contrário.

Mesmo assim, pela natureza do índice, temos convicção de que nossa *performance* será superior no longo prazo. Como ressaltou Benjamin Graham em seu livro “O Investidor Inteligente”, no curto prazo o mercado é uma máquina de votação e no longo prazo uma de peso. Traduzindo: no curto prazo, o que prevalece são as emoções (voto); no longo prazo, os fundamentos (peso). E mais uma vez contaremos com a mágica dos juros compostos para transformar uma vantagem anual não tão grande em uma acumulada bastante significativa.

Claro que, como ser emocional, o mercado exagera no otimismo e no pessimismo. Nós, tentando sermos seres que se esforçam para manter a racionalidade (talvez haja algum otimismo nessa afirmação), tendemos a comprar antes do fundo do poço e a vender bem antes de chegarmos ao céu. Por esse comportamento emocional do mercado, que ocorre de modo amplificado de tempos em tempos (impossível prever o próximo), é que nos atemos a analisar empresas que entendemos; caso o mercado nos ofereça esses

negócios em promoção (como em 2011), compraremos, e no caso contrário, venderemos.

A compreensão do parágrafo anterior é que nos traz a convicção de resultados superiores, exceto em momentos de euforia excessiva. Afinal, em um momento como esse, estaremos olhando de fora, estudando para quando ele passar (se a Bolsa continuar subindo muito em 2012, em breve ele chegará). Para sermos efetivamente racionais, temos de sair da festa antes de ficarmos bêbados, mesmo que ela dure até o sol raiar e contenha muita diversão. No entanto, quando os demais estiverem sofrendo uma grande ressaca, já estaremos prontos, fantasiados (com caixa) para curtirmos a próxima.

Com isso esclarecido, um resultado como o de 2011 não foi o esperado. Conseguimos ter um desempenho um bocado acima do Ibovespa (afinal, os 8,3% são após pagamento de custos e da *performance* da gestora), em um momento de grande subida como foram os quatro últimos meses de 2011, não acontecerá sempre. Na verdade, o início de 2012 mostra isso, com a Bolsa subindo muito e o valor de mercado das ações do nosso fundo subindo bastante também, mas um bocado a menos.

Pelo nosso controle de riscos mais efetivo – a disciplina –, se vendermos ações quando elas se aproximam do valor intrínseco dos negócios (caso nossa análise esteja correta), evitaremos uma perda. E, pelo efeito da perda explicado acima, são nesses momentos que conseguiremos abrir distância em relação ao Ibovespa. Para sermos bem claros: em relação ao índice, esperamos perder bem menos que ele em momentos de queda; ganhar alguma coisa quando ele ficar estagnado; e tentar acompanhá-lo na subida. Contudo, quando esta for muito grande (mais de 20% em 12 meses), dificilmente conseguiremos fazê-lo. Consideramos um melhor desempenho cair 10% em um ano em que o Ibovespa caia 20% do que subir 25% em um ano em que o Ibovespa suba na mesma medida. Se isso ocorrer, nosso controle de riscos estará funcionando bem.

Para finalizar esta parte, como já ressaltamos, é importante que essas expectativas fiquem claras e que sejam estabelecidas no início da nossa sociedade. Caso não as atinjamos pelo menos de forma aproximada (em termos reais), não há motivo para nosso dinheiro ficar investido nesse fundo, e todos nós devemos buscar melhores alternativas. Diferentemente de outros fundos

e até mesmo de muitas empresas, começamos desenhando o alvo e depois lançando a flecha, em vez de simplesmente pintar um círculo ao redor da flecha já lançada, esteja ela onde estiver. Afinal, para quem não sabe para onde vai, qualquer estrada é caminho. Ainda, essa expectativa é apenas isto: expectativa. Não prometemos (nem podemos) resultados, mas prometemos que vamos ser fiéis aos nossos princípios (amém) e que a maior parte do nosso dinheiro estará investida junto com o seu. Como disse Warren Buffett em sua carta de 1963, “não podemos prometer resultados, apenas um destino em comum”.

Investimentos em dezembro de 2011.

Abaixo estão as principais posições da nossa carteira de investimentos ao final do ano passado. Ressaltamos que as apresentamos a seguir por uma questão de justiça. No sistema brasileiro de investimentos, a CVM (órgão regulador) publica a posição aberta de todos os fundos em seu *site*, permitindo no máximo três meses de ocultação das posições, os quais utilizamos. Como há entre nossos sócios do fundo aqueles que são mais conectados ao mercado financeiro e que acompanham esses dados, achamos justo que todos os sócios tivessem a mesma informação. Assim, a informação que estará disponível no dia 1º de abril sobre nossa carteira de investimentos em 31/12/2011 está sendo aberta abaixo em suas principais posições antes dessa data, para todos, ao mesmo tempo.

Principais Posições:

Empresa	Ações	Valor R\$ Investido	Proventos R\$	Valor R\$ 29/12/2011	Carteira %
Bradesco	401.300	9.309.133	248.573	10.148.877	14,37%
Banco do Brasil	358.500	9.195.968	201.810	8.496.450	12,03%
Itaú	310.300	7.995.344	104.192	8.381.203	11,87%
Unibanco					
Cielo	170.200	7.273.244	92.017	8.203.640	11,62%
Bic Banco	905.600	7.328.576	152.482	6.837.280	9,68%
Gerdau	461.000	5.506.847		5.647.250	8,00%
Redecard	173.400	4.419.456	10.964	5.061.546	7,17%
Grendene	620.000	4.603.066	124.620	4.767.800	6,75%
Comgás	104.200	3.641.145	29.970	4.563.960	6,46%
Outros		818.321	20.156	787.938	1,11%
SUBTOTAL		60.091.100	984.784	62.895.944	
Caixa e Equiv.				7.729.329	10,94%
TOTAL				70.625.273	100%

Em relação ao nosso portfólio apresentado acima, gostaríamos de ressaltar três aspectos importantes: (1) grande concentração em poucas ações; (2) muitas empresas de grande tamanho, valor de mercado e liquidez; e (3) muitos investimentos em um mesmo setor, o bancário.

Primeiramente, em relação à concentração, entendemos a importância de alguma diversificação para nos protegermos da incerteza inerente ao futuro. No entanto, para um grupo de empresários como nós, não faz sentido alocarmos pouco capital na nossa melhor ideia, tampouco alocarmos um pouquinho do dinheiro em uma ideia ruim, apenas por ela não ter “correlação” com outras (correlação não é um termo que usamos na nossa empresa). Isso pode nos levar a resultados de curto prazo bastante voláteis (afinal, as empresas não sabem que nós medimos seus resultados a cada volta da terra em torno do sol), mas acreditamos que, ao nos manter focados em negócios que conhecemos, e ao utilizar premissas racionais e bastante disciplina, essa política nos trará ótimos resultados no longo prazo (sempre ele).

O segundo e o terceiro ponto estão interligados. Pela oportunidade que enxergamos em alguns bancos, temos uma alta concentração em empresas grandes, com muita liquidez no mercado. Não acreditamos que isso será uma constante, pois, em anos mais “normais” do que esse encontraremos maiores distorções nos valores de mercado de empresas menores, que usualmente atraem menos olhares. Afinal, um leilão com poucos participantes é sempre bom para quem é comprador.

Sobre o terceiro ponto, não faz parte do nosso estilo comentar cada uma das ações que possuímos, para assim podermos nos sentir livres o suficiente em nossos julgamentos, especialmente quando eles porventura mudarem. No entanto, pela grande concentração que temos em empresas do mercado bancário, comentaremos abaixo sobre esse fato.

Os valores de mercado dos bancos em geral caíram significativamente no ano passado. Isso aconteceu não somente nos bancos nacionais, como também no mundo todo. São esses momentos, quando o mercado tende a exagerar no seu medo, de que gostamos. Não vemos como nosso mercado interno funcionaria sem os

bancos, em especial os quatro grandes de capital aberto que dominam o mercado (Itaú, Bradesco, Banco do Brasil e Santander), tendo adequados retornos. Ainda mais com o risco deles estando na sua maioria em Reais, moeda que pode ser impressa pelo Banco Central a qualquer momento. No entanto, para alguns bancos menores, entendemos que o risco é sim grande, mesmo a preços como os de 2011, após grande queda. Sempre que confrontados com uma visão ou opinião do mercado, normalmente baseadas nas mais recentes e alarmantes (positiva ou negativamente) notícias, paramos, pensamos de forma independente e buscamos tirar nossas próprias conclusões.

Um banco é uma empresa diferente das demais, pois tem de trabalhar com um grau de alavancagem muito maior para gerar bons retornos em relação ao seu capital. Essa relação pode chegar a até nove vezes (e ainda contar com alguns recursos de terceiros nessa conta) na legislação brasileira atual (estava, em alguns casos, acima de 20 nos Estados Unidos, antes de eclodir a crise do *subprime*). Essa alavancagem faz com que o risco intrínseco do negócio seja mais alto, naturalmente. Os principais riscos que um banco corre podem ser divididos em risco de passivo, de ativo e a relação entre ambos.

O passivo de um banco está relacionado a sua captação de recursos, como em qualquer outra empresa. No entanto, um bom pedaço dessa captação tem uma natureza diferente, que são os depósitos que os clientes fazem no banco. Apesar de ser um passivo normalmente barato (abaixo do CDI no caso dos bancos grandes), é um passivo volátil, que pode ser requisitado antes do previsto, pois esse dinheiro é de algum cliente que pode estar precisando ou querendo esse recurso. No entanto, no caso dos bancos grandes, como pôde ser percebido em 2008, é justamente para lá que o dinheiro no Brasil vai quando a incerteza aumenta. Com isso, eles beneficiam-se do custo baixo desse passivo, sem tanta preocupação com a liquidez dele (quanto menos liquidez no passivo, melhor). Nos demais bancos do sistema, o passivo não é tão barato (as pessoas demandam rendimento melhores desses bancos), e é muito mais volátil, fazendo com que eles precisem dar muito mais importância ao prazo desse passivo, muitas vezes em troca de retorno.

Do outro lado, o do ativo, ele resumidamente se divide em dois: títulos e valores mobiliários (chamados de TVM) e operações de crédito. No caso dos grandes bancos, normalmente há muito mais, como seguros, previdência, gestão de recursos, plano de saúde, banco de investimentos e outras subsidiárias – todas essas atividades precisam ser bem entendidas e avaliadas antes de receberem nosso suado dinheiro como investimento. Com os juros anteriores da nossa economia, bem maiores, era possível aos grandes bancos correr pouco risco e ainda assim ter um bom retorno em relação ao seu capital. Afinal, o *spread* entre o que custava para um banco captar dinheiro (passivo) e o que rendiam os títulos do governo (normalmente a maior parte dos ativos em TVM) era bastante grande. Hoje não mais. Para terem um bom retorno, os bancos precisam aumentar suas operações de crédito, e isso tem maior risco, pois o devedor pode não pagar, e o dinheiro fica “trancado” enquanto a operação não acaba, diminuindo a liquidez (que é boa no caso do ativo). Em um banco pequeno ou médio, precisa-se mais ainda de operações de crédito, afinal, seu passivo não é barato o suficiente para ter *spread* em relação ao TVM do ativo.

Com isso, as operações de crédito de um banco podem ser um grande perigo, como foi demonstrado no caso do crédito imobiliário americano. Só que, no Brasil, o mercado de crédito ainda é bem diferente: de curto prazo. O crédito imobiliário não chega a 10% dos ativos nos bancos de capital aberto, e os demais costumam ser curtos e com alguma garantia. Isso não significa que sejam perfeitos. Houve, sim, um grande aumento da inadimplência, conforme o crédito foi se expandindo. Só que, pela vantagem de serem créditos de prazo curto, os bancos têm uma capacidade de passar, de forma muito rápida, esse custo da inadimplência para os juros cobrados de seus clientes.

Ainda, após a análise do passivo e do ativo, é importante entender como essas variáveis estão ligadas. No caso dos bancos grandes, pelo fato de serem considerados “portos seguros”, essa preocupação é menor. Deve, entretanto, sempre existir, pois uma corrida bancária é fatal até para o maior banco do mundo. Já no caso dos pequenos ou médios, como o Bic Banco, essa relação é de fundamental importância - e

por nós monitorada bem de perto, em conjunto com o nível de caixa e a inadimplência dele. Com isso, temos nesse banco operações de crédito também de muito curto prazo, e eles estão trabalhando bastante para terem um passivo cada vez mais longo, fazendo com que essa relação esteja hoje em torno de 3 para 1 (passivo, em média, três vezes mais longo que o ativo).

Isso não quer dizer que não tenhamos preocupações em relação aos bancos. Em um país cuja produção cresça algo como dois a quatro pontos percentuais por ano (em média), uma expansão do crédito de mais de 12% (real) ao ano deve trazer problemas, sim, especialmente em forma de índices maiores de inadimplência, como estamos vendo. Por causa dessa e de outras preocupações, estamos continuamente os monitorando, e temos nesse ramo alguma diversificação, com quatro empresas. Para finalizar, caso estejamos corretos, nos bancos que conseguem ter retorno sobre seu patrimônio acima do custo de capital de longo prazo, uma inflação estável, mas ainda considerável, como a do Brasil, ajuda. Isso porque um tomador de crédito precisa aumentar o valor da sua dívida de acordo com a inflação, para manter o mesmo nível de consumo ou endividamento. Assim, o banco investe novo capital no mesmo tipo de operação, expandindo seu negócio a boas taxas de retorno (tal possibilidade de altas taxas de reinvestimento no mesmo e rentável negócio é rara e valiosa).

Para mantermos a coerência de um dos nossos princípios, o de sermos transparentes com nossos sócios, precisamos comentar que cometemos um erro em 2011 que poderia passar despercebido por ter sido pequeno em valores e não estar mais na nossa carteira em dezembro. Investimos um pouco (menos de 3%) do nosso capital em uma construtora que estava sendo negociada por bem menos que seu valor de liquidação, e com enormes recebíveis no curto prazo. Só que, pela natureza do negócio, erramos ao não dar a devida importância ao fluxo de caixa, e nossa perda poderia ter sido ainda maior. Assim que entendemos esse erro, vendemos toda a nossa posição, mesmo que houvesse chance de o investimento ter um bom retorno. Entretanto, diferenciar processo de resultado é fundamental. Com os fatos disponíveis, nossa atual capacidade analítica e

conhecimento, não somos capazes de estimar um valor operacional confiável para essa empresa e, principalmente, nem mesmo temos confiança sobre seu futuro fluxo de caixa.

Reconhecido o erro, esperamos ter aprendido um pouco mais sobre esse tipo de negócio e não repetir um erro como esse. Aqui na Nebraska Capital queremos errar apenas de novas maneiras! E vamos errar, pois o futuro é incerto, e investir lida justamente com o futuro. Temos é que

garantir (a) que acertaremos bem mais do que erraremos; (b) que, ao reconhecer um erro, devemos realizar a perda logo (a primeira perda é sempre a mais barata); e (c) que devemos aprender o máximo com cada erro, para não repeti-lo.

Encontro anual

No dia 13 de abril, aguardamos a todos os nossos sócios para estarem conosco no auditório do prédio em que estamos localizados, o FK. Nesse dia, pretendemos explicar algo que porventura não tenha ficado claro, divulgar o resultado preliminar do 1º trimestre de 2012 e responder às dúvidas de todos. Esperamos por vocês ansiosamente. Devemos enviar uma nova e mais breve carta em julho, com os resultados do 1º semestre, ou caso haja algo muito relevante até lá para comentarmos.

Abaixo, encontra-se nosso manifesto, entregue a cada sócio quando do aporte inicial (Anexo 01), e depois uma tradução de um artigo do Warren Buffett sobre investimentos, publicado na revista *Fortune* em 9 de fevereiro de 2012 (Anexo 02).

Qualquer dúvida ou questão, não hesite em nos contatar.

Respeitosamente,

Nebraska Capital

Astir Brasil

Bruno Claudino

Gabriel Barbosa

Guilherme Partel

Leonardo Fração

Rafael Sá