



Newsletter

Value Investing Brasil

Edição especial

Número 5 • Maio de 2011

WARREN BUFFETT

BERKSHIRE HATHAWAY, OMAHA
TRECHOS DA CARTA AOS ACIONISTAS, 2010

É com satisfação que trazemos esta edição especial — aberta a todos os leitores — com excertos da recente carta aos acionistas da Berkshire Hathaway, escrita por Warren Buffett.

Mais uma vez, a carta de Buffett é rica em ensinamentos e sabedoria e merece ser lida com atenção. Destacamos que este texto é protegido por direitos autorais e está aqui reproduzido com autorização de seu autor. Aproveitem!



[...]¹

Destaque de 2010

O destaque de 2010 foi nossa aquisição da Burlington Northern Santa Fe, uma compra que tem dado ainda mais certo do que eu esperava. Já parece que possuir essa ferrovia aumentará a capacidade “normal” de geração de lucro da Berkshire em aproximadamente 40% antes dos impostos e em cerca de 30% depois dos impostos. Essa compra aumentou nosso número de ações em 6% e consumiu US\$ 22 bilhões de caixa. Já que recompomos o caixa rapidamente, a transação acabou sendo economicamente muito boa.

Um “ano normal”, claro, não é algo que eu ou Charlie Munger, vice-presidente da Berkshire e meu sócio, possamos definir com precisão. Mas, para o propósito de estimar nossa atual capacidade de geração de lucro [*earning power*], imaginamos um ano sem megacatástrofes impactando nossa atividade de seguros e com um clima geral da economia até certo ponto melhor do que aquele de 2010, mas mais fraco do que os de 2005 ou 2006. Com essas premissas, e outras que explicarei na seção “Investimentos”, posso estimar que a capacidade normal de geração de lucro de nossos ativos atuais seja cerca de US\$ 17 bilhões antes dos impostos e de US\$ 12 bilhões depois dos impostos, excluindo-se quaisquer ganhos ou perdas de capital.

Todos os dias, eu e o Charlie pensamos sobre como podemos aumentar essas quantias.

Ambos estamos entusiasmados com o futuro da BNSF porque o transporte ferroviário tem importantes vantagens de custo e ambientais em relação ao transporte por caminhão, seu principal concorrente. No ano passado, a BNSF atingiu recorde ao transportar cada tonelada de carga por 500 milhas, usando um único galão de óleo diesel. Essa utilização de combustível é três vezes mais eficiente do que a dos caminhões, o que significa que nossa ferrovia possui uma vantagem importante em custos operacionais. Simultaneamente, nosso país ganha por causa da redução de emissões de dióxido de carbono e de uma necessidade muito menor de importação de petróleo. Quando o transporte é ferroviário, a sociedade se beneficia. [...]

Estados Unidos — hoje e amanhã

O dinheiro sempre fluirá em direção às oportunidades — e elas existem em abundância nos Estados Unidos. Os comentaristas de hoje freqüentemente falam de “grande incerteza”. Mas recordem-se, por exemplo, de 6 de dezembro de 1941, 18 de outubro de 1987 e 10 de setembro de 2001. Não importa quão sereno o hoje possa ser, o amanhã é *sempre* incerto.

Não deixem essa realidade assombrá-los. Durante toda a minha vida, políticos e eruditos constantemente se lamentaram dos problemas aterrorizantes enfrentados pelos Estados Unidos. Ainda assim, nossos cidadãos vivem hoje seis vezes melhor do que quando nasci. Os profetas da desgraça negligenciaram este fator importantíssimo, que é certo: o potencial humano está longe de ser esgotado e o sistema norte-americano para liberar esse potencial — um sistema que produziu maravilhas por mais de dois séculos, apesar de freqüentes interrupções por causa de recessões e até mesmo de uma Guerra Civil — permanece vivo e eficaz.

Não somos nativamente mais inteligentes do que éramos quando nosso país foi construído, nem trabalhamos mais duro. Mas olhem ao seu redor e vejam um mundo além dos sonhos de qualquer cidadão colonial. Hoje, assim como em 1776, 1861, 1932 e 1941, os melhores dias dos Estados Unidos ainda estão à frente.

¹ Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos na tradução. Reticências entre colchetes indicam trechos do original em inglês que foram suprimidos.

Desempenho

Eu e o Charlie acreditamos que aqueles que administram fundos de terceiros devem estabelecer metas de desempenho no início de seu mandato. Sem esse critério, os administradores são tentados a atirar a flecha do desempenho e então pintar o alvo ao redor do lugar que ela atinge.

No caso da Berkshire, há muito tempo lhes dissemos que nosso trabalho é aumentar o valor intrínseco por ação a uma taxa superior ao aumento do índice S&P 500 (incluindo dividendos). Em alguns anos, somos bem-sucedidos. Em outros, falhamos. Mas, se ao longo do tempo formos incapazes de atingir nossa meta, não teremos feito nada por nossos investidores, que por si próprios poderiam ter obtido resultado igual ou melhor participando de um fundo de índice.

O desafio, claro, é o cálculo do valor intrínseco. Apresentem essa tarefa a mim e ao Charlie, separadamente, e obterão duas respostas diferentes. Precisão simplesmente não é possível.

Portanto, para eliminar a subjetividade, utilizamos um substituto que é *menor* do que o valor intrínseco — o valor patrimonial — quando medimos nosso desempenho. De fato, alguns de nossos negócios valem muito mais do que seu valor em nossos livros contábeis. (Mais adiante neste relatório vou apresentar um caso de estudo.) Mas, já que essa diferença entre os valores intrínseco e patrimonial da ação raramente oscila bruscamente de um ano para o outro, o segundo serve como um dispositivo razoável para sabermos como estamos indo.

[Este relatório] mostra nosso desempenho de 46 anos comparado com o do índice S&P 500, um desempenho muito bom nos anos iniciais e hoje apenas satisfatório. Os anos fartos, queremos enfatizar, jamais retornarão. As imensas somas de capital que administramos atualmente eliminam *qualquer* chance de desempenho excepcional. Nós nos esforçaremos, contudo, por resultados melhores do que a média e achamos justo que nos cobrem sob esse critério.

Deve-se observar que cifras anuais não devem ser ignoradas nem vistas como tendo importância absoluta. O passo do movimento terrestre ao redor do sol não é sincronizado com o tempo exigido para idéias de investimento ou decisões operacionais darem resultados. [...]

Valor intrínseco — hoje e amanhã

Apesar de o valor intrínseco da Berkshire não poder ser precisamente calculado, dois de seus três pilares fundamentais podem ser medidos. Eu e o Charlie dependemos fortemente dessas medidas quando calculamos nossas estimativas do valor da Berkshire.

O primeiro componente de valor são os nossos investimentos: ações, debêntures e equivalentes de caixa. No fim do ano, totalizavam US\$ 158 bilhões em valor de mercado.

O *float* dos seguros — dinheiro que retemos temporariamente em nossas operações de seguro mas que não nos pertence — financia US\$ 66 bilhões de nossos investimentos. Esse *float* é “gratuito” enquanto os resultados das apólices de seguros empatarem, o que significa que os prêmios que recebemos são iguais às perdas e despesas em que incorremos. Claro, os resultados das operações de seguros são voláteis, oscilando irregularmente entre lucros e perdas. Ao longo da nossa história inteira, contudo, fomos significativamente lucrativos. Também espero que, no futuro, pelo menos empatemos, na média. Se fizermos isso, o todo de nossos investimentos — aqueles financiados tanto pelo *float* quanto pelos lucros retidos — pode ser visto como um componente de valor para os acionistas da Berkshire.

O segundo componente de valor da Berkshire são os lucros que vêm de fontes que não são investimentos ou subscrição de seguros. Esses lucros são gerados por nossas 68 empresas não seguradoras, relacionadas na página 106 [do relatório de 2010]. Nos anos iniciais da Berkshire, focávamos no lado dos investimentos. Durante as últimas duas décadas, contudo, gradativamente passamos a enfatizar o crescimento dos lucros em negócios fora do ramo de seguros, uma prática que continuará.

As tabelas seguintes ilustram essa transição. Na primeira tabela, apresentamos os investimentos por ação, em intervalos de uma década, começando em 1970, três anos após termos entrado no negócio de seguros. Excluímos investimentos referentes a participações minoritárias.

Ano	Investimentos por ação	Período	Crescimento anual composto
1970	US\$ 66		
1980	754	1970-1980	27,5%
1990	7.798	1980-1990	26,3%
2000	50.229	1990-2000	20,5%
2010	94.730	2000-2010	6,6%

Apesar de nosso aumento anual nos investimentos por ação ter sido de saudáveis 19,9% pelo período de 40 anos, a taxa de aumento desacelerou bruscamente conforme o foco passou a ser a aquisição de empresas.

A compensação por essa transição é mostrada pela tabela seguinte, que ilustra quanto aumentaram os lucros de nossos negócios fora de seguros, novamente calculados por ação e subtraindo-se os interesses minoritários.

Ano	Lucro por ação antes dos impostos	Período	Crescimento anual composto
1970	US\$ 2,87		
1980	19,01	1970-1980	20,8%
1990	102,58	1980-1990	18,4%
2000	918,66	1990-2000	24,5%
2010	5.926,04	2000-2010	20,5%

Em quarenta anos, nosso aumento anual dos lucros não relacionados com seguros, antes dos impostos, foi

de 21,0%. Durante o mesmo período, o preço das ações da Berkshire aumentou a uma taxa anual de 22,1%. Ao longo do tempo, pode-se esperar que o preço de nossas ações mova-se aproximadamente na mesma medida que os investimentos e lucros da Berkshire. O preço de mercado e o valor intrínseco freqüentemente seguem caminhos bem diferentes — às vezes, por períodos extensos — mas no fim eles se encontram.

Há um terceiro elemento, mais subjetivo, que pode ser positivo ou negativo para o cálculo do valor intrínseco: a eficácia com que os lucros retidos serão reinvestidos no futuro. Nós, assim como vários outros negócios, provavelmente reteremos lucros ao longo da próxima década que igualarão, ou mesmo excederão, o capital que empregamos atualmente. Algumas empresas transformarão esses dólares retidos em moedas de cinquenta centavos, outras em notas de dois dólares.

Esse fator “o que se fará com o dinheiro” sempre deve ser avaliado juntamente com o cálculo “o que temos agora” a fim de que nós, ou qualquer pessoa, cheguemos a uma estimativa sensata do valor intrínseco de uma empresa. Isso porque o investidor que não faz parte da administração ou do controle da empresa [*outside investor*] impotentemente assiste à administração reinvestir a sua parte do lucro. Quando se espera que o diretor-executivo faça um bom trabalho, as perspectivas de reinvestimentos acrescentam ao valor presente da empresa; se o talento ou os motivos do diretor-executivo são suspeitos, o valor de hoje deve ser descontado. A diferença no resultado pode ser imensa. O valor de cada dólar nas mãos dos diretores-executivos da Sears Roebuck ou da Montgomery Ward no final dos anos 60 teve um destino bem diferente daqueles confiados a Sam Walton.

Eu e o Charlie esperamos que o lucro por ação de nossos negócios fora da atividade de seguros continuem a aumentar a uma taxa decente. Mas o trabalho fica mais difícil conforme os números ficam maiores. Precisaremos tanto do bom desempenho de nossos negócios atuais quanto de outras *grandes* aquisições. Estamos preparados. Nossa arma para caçar elefantes está recarregada e meu dedo está coçando no gatilho.

Temos algumas vantagens importantes que parcialmente compensam nossa âncora, o nosso tamanho. Primeiro, possuímos um corpo de executivos verdadeiramente qualificados que têm um comprometimento fora do comum com suas empresas e com a Berkshire. Muitos de nossos diretores-executivos são independentemente ricos e trabalham somente porque amam o que fazem. São voluntários, não mercenários. Já que ninguém pode lhes oferecer um trabalho de que gostariam mais, eles não podem ser levados embora.

Na Berkshire, os executivos podem focar em dirigir seus negócios: eles não são obrigados a fazer reuniões na sede

empresarial, nem se preocupam com financiamento ou o assédio de Wall Street. Eles simplesmente recebem uma carta minha a cada dois anos [copiada no relatório de 2010] e me telefonam quando quiserem. As vontades são diferentes: há gestores com quem não conversei no último ano, enquanto há um com quem conversei quase que diariamente. Nossa confiança está nas pessoas em vez de no processo. O sistema “contratar bem, administrar pouco” convém tanto a eles quanto a mim.

Os diretores-executivos da Berkshire têm diferentes perfis. Alguns possuem MBA; outros nunca terminaram a faculdade. Alguns usam orçamentos e preferem fazer as coisas como manda o figurino; outros operam pelo instinto. Nosso time parece um composto por estrelas com estilos de jogo bem diferentes. Mudanças na equipe raramente são necessárias.

Nossa segunda vantagem está relacionada com a alocação dos recursos gerados por nossos negócios. Depois de atender às necessidades dos negócios, sobram-nos quantias muito substanciais. A maior parte das empresas limita-se a reinvestir seu caixa dentro dos setores em que operam. Contudo, isso muitas vezes as restringe a um “universo” de alocação de capital que é bem inferior ao disponível no resto do mundo. A competição pelas poucas oportunidades que *estão* disponíveis tende a tornar-se acirrada. O vendedor controla a situação, como poderia fazê-lo a única menina em uma festa com muitos meninos. Essa situação desequilibrada seria ótima para a menina mas péssima para os meninos.

Na Berkshire, não enfrentamos quaisquer limitações institucionais quando investimos o capital. Eu e o Charlie somos limitados apenas pela nossa capacidade para compreender o provável futuro de uma possível aquisição. Se conseguirmos ultrapassar esse obstáculo — e freqüentemente não conseguimos —, podemos então comparar qualquer oportunidade com muitas outras.

Quando assumi o controle da Berkshire em 1965, eu não explorava essa vantagem. Nessa época, a Berkshire operava apenas no setor têxtil, em que tinha perdido uma quantia significativa de dinheiro na década anterior. A coisa mais estúpida que eu poderia ter feito era procurar “oportunidades” para melhorar e expandir a operação têxtil existente — assim, durante anos, isso foi exatamente o que fiz. Então, em um acesso final de brilhantismo, eu comprei *outra* empresa têxtil. Aaaaaaagh! No devido tempo, recobrei meu juízo, rumando primeiro para seguros e depois para outros setores.

Há ainda um aspecto adicional para essa vantagem de poder considerar as outras oportunidades no mundo: além de avaliar a atratividade de um negócio em comparação com muitos outros, também medimos negócios inteiros em relação a oportunidades em valores mobiliários, uma comparação que a maior parte das administrações não faz. Muitas vezes, negócios são precificados ridiculamente alto em comparação com o ren-

dimento que se pode obter com investimentos em ações ou debêntures. Nesses momentos, compramos valores mobiliários e esperamos uma hora mais propícia.

Nossa flexibilidade na alocação de capital foi responsável por grande parte de nosso progresso até hoje. Pudemos pegar o dinheiro que ganhamos com, digamos, a See's Candies ou o Business Wire (dois de nossos negócios mais bem administrados mas que também oferecem oportunidades de reinvestimento limitadas) e utilizá-lo como parte do capital de que precisávamos para comprar a BNSF.

Nossa vantagem final é uma cultura difícil de duplicar que permeia a Berkshire. E, em negócios, cultura conta.

Para começar, os membros do conselho que representam vocês pensam e agem como proprietários. Eles recebem remuneração simbólica: não ganham opções ou ações restritas e recebem virtualmente nenhum salário. Nós não provemos aos conselheiros ou aos diretores seguro de responsabilidade civil, que é oferecido em quase todas as outras grandes empresas de capital aberto. Se eles cometerem erros com o dinheiro de vocês, perderão o deles também. Deixando de lado a minha participação, os conselheiros e suas famílias possuem ações da Berkshire que valem mais do que US\$ 3 bilhões. Nossos conselheiros, portanto, monitoram o comportamento e os resultados da Berkshire com ávido interesse e olhos de proprietário. Eu e vocês temos sorte de tê-los como representantes.

Essa mesma orientação de proprietário prevalece entre nossos executivos. Em muitos casos, essas são pessoas que procuraram a Berkshire como adquirente para um negócio de que elas e suas famílias eram proprietárias fazia tempo. Vieram a nós com uma mentalidade de proprietário e nós lhes provemos um ambiente que as encoraja a conservá-la. Ter executivos que amam seus negócios não é uma vantagem pequena. [...]

GEICO

[...] Quando, em 1996, compramos os 50% da GEICO que ainda não possuíamos, eles nos custaram US\$ 2,3 bilhões. Nesse preço estava implícito o valor de US\$ 4,6 bilhões por 100%. A GEICO então tinha um valor patrimonial tangível de US\$ 1,9 bilhão.

O excesso do valor implícito em relação ao valor patrimonial tangível — US\$ 2,7 bilhões — foi o que estimamos valer o “*goodwill*” da GEICO naquela época. Esse *goodwill* representava o valor econômico dos clientes que então faziam negócios com a GEICO. Em 1995, esses clientes tinham pago à empresa US\$ 2,8 bilhões em prêmios. Conseqüentemente, estávamos avaliando os clientes da GEICO em cerca de 97% (2,7/2,8) do que pagavam anualmente à empresa. Pelos padrões da indústria, esse preço era bem alto. Mas a GEICO não era uma seguradora comum: por causa dos baixos custos da empresa, seus resultados eram consistentemente lucrativos e seus segurados excepcionalmente leais.

Hoje, o volume de prêmios é de US\$ 14,3 bilhões e crescente. Ainda assim, o *goodwill* da GEICO está em nossos livros contábeis a somente US\$ 1,4 bilhão, uma quantia que permanecerá inalterada, não importa quanto o valor da GEICO aumente. (Sob as regras contábeis, devemos reduzir o valor do *goodwill* nos livros se seu valor econômico diminuir, mas deixá-lo inalterado se o valor econômico aumentar.) Utilizando o padrão de medida de 97% do volume de prêmios que aplicamos à nossa compra de 1996, o verdadeiro valor do *goodwill* econômico da GEICO hoje é cerca de US\$ 14 bilhões. E esse valor provavelmente será bem maior daqui a dez ou vinte anos. A GEICO — a caminho de um forte começo em 2011 — é a dívida que não pára de render. [...]

Seguros

Seguradoras de propriedades e acidentes [*property-casualty* — “P/C”] recebem prêmios antecipadamente e pagam as indenizações mais tarde. Em casos extremos, tais como aqueles resultantes de certos acidentes de trabalho, os pagamentos podem se estender por décadas. Esse modelo de coletar agora e pagar depois nos deixa retendo grandes somas — dinheiro que chamamos de “*float*” — que no devido tempo irá para outros. Enquanto isso, podemos investir esse *float* para o benefício da Berkshire. Apesar de os prêmios das apólices e indenizações individuais flutuarem, a quantia de *float* que retemos permanece extraordinariamente estável em relação ao volume de prêmios. [...]

Quando nossos prêmios excedem o total de nossas despesas e perdas finais, registramos um lucro operacional [*underwriting profit*] que é acrescido ao ganho com os investimentos produzido pelo nosso *float*. Quando tal lucro ocorre, desfrutamos do uso de dinheiro gratuito — e, melhor ainda, somos *pagos* para retê-lo. Lamentavelmente, o desejo de todas as seguradoras de alcançar esse feliz resultado cria competição intensa, tão vigorosa na maioria dos anos que ela faz o setor de seguros de propriedades e acidentes, como um todo, operar com um *prejuízo* operacional significativo. Efetivamente, esse prejuízo é o que o setor paga para reter seu *float*. Por exemplo, a State Farm, de longe a maior seguradora do país e uma empresa bem administrada, incorreu em prejuízo operacional em sete dos últimos dez anos. Durante esse período, seu prejuízo operacional agregado foi superior a US\$ 20 bilhões.

Na Berkshire, temos hoje lucro operacional por oito anos consecutivos, com o total do ganho com a emissão de apólices no período sendo US\$ 17 bilhões. Acho provável que continuemos a vender seguros lucrativamente na maioria dos anos futuros — embora certamente não em todos. Se as coisas forem assim, nosso *float* terá sido melhor do que sem custo. Nós nos beneficiaremos como se um terceiro depositasse conosco US\$ 66 bilhões, nos pagasse uma taxa para reter seu dinheiro e então nos deixasse investir seus fundos para o nosso próprio benefício. [...]

No fundo, um sólido negócio de seguros exige quatro disciplinas: (1) a compreensão de *todas* as exposições a riscos que podem causar perdas a uma apólice; (2) uma avaliação conservadora da probabilidade de qualquer das exposições a risco efetivamente causar perda e o provável custo se isso acontecer; (3) o estabelecimento de um prêmio que resulte em lucro, na média, depois de cobrir tanto os custos com perdas potenciais quanto as despesas operacionais; e (4) a disposição para desistir do negócio caso o prêmio apropriado não possa ser obtido.

Muitas seguradoras passam pelos três primeiros testes e são reprovadas no quarto. Incitações de Wall Street, pressões de agentes e corretores ou simplesmente um diretor-executivo movido por testosterona, que se recusa a aceitar contração de volume, já levaram muitas seguradoras a fazerem negócios a preços inadequados. “O concorrente está fazendo, então devemos fazer também” significa problemas em qualquer negócio, mas em nenhum outro mais do que em seguros. [...]

Propriedade da casa própria e securitização

[Na Clayton Homes,] mantivemos em nossa própria carteira as hipotecas que originamos, o que significa que não estávamos securitizando ou de alguma outra maneira revendendo essas hipotecas. Se tivéssemos sido estúpidos em nossos empréstimos, *nós* teríamos pago o preço. Isso faz a mente se concentrar.

Se os compradores de casas por todo o país tivessem se comportado como os nossos compradores, os Estados Unidos não teriam passado pela crise que passaram. Nossa abordagem foi simplesmente receber um pagamento significativo de entrada e ajustar pagamentos mensais *fixos* a um percentual sensato da renda do comprador. Essa política manteve a Clayton solvente e também manteve os compradores em suas casas.

Possuir casa própria faz sentido para a maioria dos americanos, especialmente aos preços mais baixos e taxas de juros favorecidas de hoje. Todos os fatores considerados, o terceiro melhor investimento que já fiz foi a compra de minha casa — mas, se eu tivesse alugado e investido o dinheiro da compra em ações, teria feito muito mais dinheiro. (Os dois melhores investimentos foram as alianças.) Pelos US\$ 31.500 que paguei pela nossa casa, eu e minha família ganhamos 52 anos de memórias extraordinárias, com mais por vir.

Mas uma casa pode ser um pesadelo se os olhos do comprador forem maiores do que sua carteira e se o financiador — muitas vezes protegido por garantias governamentais — facilitar a fantasia. A meta social de nosso país não deveria ser colocar famílias nas casas de seus sonhos mas em vez disso colocá-las em casas que elas têm recursos para pagar.

Investimentos

[Em relação a nossos investimentos acionários,] nosso lucro divulgado reflete apenas os dividendos que as em-

presas em nossa carteira nos pagam. Nossa participação nos lucros não distribuídos por essas empresas, contudo, foi de mais de US\$ 2 bilhões no ano passado. Esses lucros retidos são importantes. Na nossa experiência — e, na verdade, na experiência dos investidores durante o último século —, lucros não distribuídos foram posteriormente igualados ou ultrapassados por ganhos no valor de mercado das empresas que os retiveram, embora de uma maneira altamente irregular. (De fato, às vezes a correlação é inversa. Como disse um investidor em 2009: “Isso é pior do que um divórcio. Perdi metade do meu patrimônio — e ainda tenho minha esposa!”) No futuro, esperamos que nossos ganhos de mercado pelo menos se igualem aos lucros retidos pelas empresas em que investimos.

Em nossa estimativa anterior da capacidade normalizada de geração de lucro da Berkshire, fizemos três ajustes relacionados à renda futura com investimentos (mas *não* incluímos nada para o fator de lucros não distribuídos que acabei de descrever).

O primeiro ajuste foi evidentemente negativo. No ano passado, discutimos cinco grandes investimentos em renda fixa que têm contribuído com somas substanciais para o nosso lucro divulgado. Um desses — a obrigação da Swiss Re — foi resgatado no começo de 2011 e dois outros — as ações preferenciais do Goldman Sachs e da General Electric — provavelmente serão recomprados até o fim do ano. A General Electric tem o direito de recomprar [*right to call*] nossas preferenciais em outubro e manifestou sua intenção de fazê-lo. O Goldman Sachs tem o direito de recomprar nossas preferenciais com aviso prévio de 30 dias, mas tem sido contido pela Reserva Federal (Deus a abençoe!), que infelizmente deve dar sinal verde para o Goldman em breve.

As três empresas têm de nos pagar um prêmio para realizar os resgates antecipados — no total, cerca de US\$ 1,4 bilhão — todavia, nenhum dos resgates é desejado. Depois que ocorrerem, nossa geração de lucro será reduzida significativamente. Essa é a má notícia.

Há duas prováveis compensações. No fim do ano nós tínhamos US\$ 38 bilhões em equivalentes de caixa que renderam uma insignificância durante todo 2010. Em algum momento, contudo, as taxas melhores voltarão. Elas adicionarão pelo menos US\$ 500 milhões — e talvez muito mais — aos nossos resultados com investimentos. É improvável que esse aumento na rentabilidade dos títulos de curto prazo [*money market*] venha logo. Todavia, é apropriado incluímos taxas melhores em uma estimativa da capacidade “normal” de geração de lucro. Ademais, mesmo antes das taxas mais altas chegarem, podemos ter sorte e encontrar uma oportunidade para utilizar parte da nossa reserva de caixa com retornos decentes. Esse dia não pode chegar cedo demais para

mim: para atualizar Esopo, mais vale uma menina no conversível do que cinco na agenda telefônica².

Além do mais, é quase certo que os dividendos em nossos investimentos acionários atuais aumentarão. [...]

A Coca-Cola nos pagou US\$ 88 milhões [em dividendos] em 1995, o ano seguinte ao término de nossas compras de suas ações. Desde então, a Coca aumentou os seus dividendos todos os anos. Em 2011, é quase certo que receberemos US\$ 376 milhões da Coca, US\$ 24 milhões a mais do que no ano passado. Dentro de dez anos, minha expectativa é de que esses US\$ 376 milhões dobrarão. No fim desse período, não me surpreenderia ao ver nossa parcela do lucro *anual* da Coca exceder 100% do que pagamos pelo investimento. O tempo é amigo do excelente negócio.

No geral, acredito que nosso rendimento “normal” com investimentos será pelo menos igual à quantia que realizamos em 2010, mas as recompras descritas diminuirão nossa receita em 2011 e talvez também em 2012.

[...] É fácil identificar muitos gestores de investimentos com ótimos históricos recentes. Mas, resultados passados, apesar de importantes, não são suficientes quando é o potencial desempenho que está sendo considerado. A maneira como o histórico foi alcançado é crucial, assim como a compreensão — e a sensibilidade — do gestor sobre risco (que de jeito nenhum deve ser medido por beta, a escolha de muitos e muitos acadêmicos). A respeito do critério risco, estávamos procurando por alguém com uma qualidade difícil de se avaliar: a habilidade de antever os efeitos de cenários econômicos não observados anteriormente. Por último, queríamos alguém que considerasse trabalhar para a Berkshire algo muito mais do que um emprego.

Quando eu e o Charlie conhecemos o Todd Combs, sabíamos que ele se encaixava em nossas exigências. O Todd, como era o caso do Lou [Simpson], receberá um salário mais um pagamento dependente de seu desempenho relativo ao índice S&P 500. Fizemos ajustes para remuneração diferida e compensações futuras que impedirão que um desempenho com altos e baixos resulte em pagamentos não merecidos. O mundo dos *hedge funds* testemunhou um comportamento terrível de alguns sócios gestores [*general partners*] que receberam compensações imensas na subida do mercado e, então, quando os resultados ruins ocorreram, abandonaram o barco, ricos, enquanto os sócios investidores [*limited partners*] perderam os seus ganhos anteriores. Em alguns casos, esses mesmos sócios gestores depois disso rapidamente começaram outro fundo para que pudessem participar imediatamente de lucros futuros

sem que precisassem repor as suas perdas passadas. Investidores que confiaram seu dinheiro a tais gestores deveriam ser rotulados como trouxas, não sócios.

Enquanto eu for diretor-executivo, continuarei a administrar a grande maioria dos investimentos da Berkshire, tanto debêntures quanto ações. O Todd inicialmente administrará fundos na faixa de um a três bilhões de dólares, uma quantia que ele pode reajustar anualmente. Seu foco será renda variável, mas ele não está restrito a esse tipo de investimento. (Consultores de fundos gostam de exigir uma classificação de estilo, como “*long-short*”, “macro”, “ações internacionais”. Na Berkshire, nossa única opção de estilo é “inteligente”.)

Ao longo do tempo, podemos adicionar um ou dois gestores de investimentos se encontrarmos os indivíduos certos. Se fizermos isso, provavelmente estabeleceremos que 80% da remuneração por desempenho de cada gestor serão dependentes de sua própria carteira e 20% dependentes da(s) do(s) outro(s). Queremos um sistema de remuneração que recompense bastante pelo sucesso individual mas que também fomente a cooperação, não a competição.

Quando eu e o Charlie não estivermos mais presentes, nosso(s) gestor(es) de investimentos terá(ão) responsabilidade por toda a carteira da maneira então determinada pelo diretor-executivo e pelo conselho de administração. Já que bons investidores trazem perspectivas úteis à compra de negócios, esperamos que eles sejam consultados — sem ter voto — a respeito da sabedoria de possíveis aquisições. No fim, claro, o conselho decidirá a respeito de qualquer grande aquisição.

Uma nota de rodapé: quando emitimos a *press release* anunciando que o Todd se juntara a nós, diversos comentaristas salientaram que ele era “pouco conhecido” e ficaram confusos por não termos procurado um “grande nome”. Pergunto-me quantos deles teriam conhecido o Lou em 1979, o Ajit [Jain] em 1985 ou mesmo o Charlie em 1959. Nossa meta era achar um Secretariat de dois anos de idade, não um Seabiscuit de dez³. (Opa! Essa pode não ter sido a metáfora mais inteligente para ser usada por um diretor-executivo de 80 anos.)

Derivativos

Dois anos atrás, no relatório anual de 2008, eu disse a vocês que a Berkshire era parte em 251 contratos de derivativos (além daqueles utilizados pelas operações de nossas subsidiárias, como a MidAmerican, e dos poucos restantes na Gen Re). Hoje, o número de contratos equivalentes é 203, uma cifra que reflete tanto algumas poucas adições à nossa carteira quanto a liquidação ou vencimento de alguns contratos.

Nossas posições ainda abertas, todas de minha responsabilidade pessoal, incidem predominantemente em

² “Mais vale um pássaro na mão do que dois voando.”

³ Secretariat, aos dois anos, era muito menos conhecido (e valia muito menos) do que aos três, quando venceu a Tríplice Coroa dos Estados Unidos. Seabiscuit não foi um cavalo tão vencedor e, aos dez anos, já não tinha muito valor como reprodutor.

duas categorias. Enxergamos ambas as categorias como o nossa atividade de seguros, em que recebemos prêmios para assumir riscos de que outros desejam se livrar. De fato, o raciocínio que empregamos nessas transações de derivativos é idêntico àquele que usamos em nossa atividade de seguros. Vocês também devem estar cientes de que recebemos os prêmios antecipadamente quando entramos nos contratos e, portanto, não incorremos em risco de contraparte. Isso é importante.

Nossa primeira categoria de derivativos consiste em vários contratos, firmados de 2004 a 2008, que exigiam o nosso ressarcimento se houvesse inadimplência no pagamento de obrigações emitidas por empresas que faziam parte de certos índices de títulos de renda fixa de alta rentabilidade [*high-yield indices*]. Com pequenas exceções, estivemos expostos a esses riscos por cinco anos, cada contrato cobrindo 100 empresas.

No total, recebemos prêmios de US\$ 3,4 bilhões por esses contratos. Quando eu originalmente lhes contei sobre eles, em nosso relatório anual de 2007, disse que esperava que os contratos fossem resultar em um “lucro operacional”, o que significa que nossas perdas seriam menores do que os prêmios que recebemos. Além do mais, eu disse que nos beneficiaríamos com o uso do *float*.

Subseqüentemente, como vocês sabem muito bem, encontramos tanto pânico financeiro como uma recessão severa. Várias das empresas nos índices de alta rentabilidade fracassaram, o que exigiu um pagamento por perdas de US\$ 2,5 bilhões. Hoje, contudo, nossa exposição em grande parte já ficou para trás porque a maioria dos nossos contratos de risco mais alto venceu. Conseqüentemente, parece quase certo que teremos lucro operacional, como inicialmente antevimos. Além disso, fizemos uso de um *float*, sem juros, que foi em média US\$ 2 bilhões durante a vida dos contratos. Em resumo, cobramos o prêmio certo e isso nos protegeu quando a conjuntura econômica tornou-se terrível, três anos atrás.

Nossa outra grande posição de derivativos — cujos contratos recebem o nome de “*equity puts*” — compreende seguros que subscrevemos para investidores que querem se proteger contra uma possível queda nos preços de ações nos Estados Unidos, Reino Unido, Europa e Japão. Esses contratos estão vinculados a vários índices de bolsa como o S&P 500 nos Estados Unidos e o FTSE 100 no Reino Unido. No período de 2004 a 2008, recebemos US\$ 4,8 bilhões em prêmios por 47 desses contratos, a maioria dos quais tinha duração de 15 anos. Nesses contratos, o preço dos índices na data de término é só o que conta: nenhum pagamento pode ser exigido antes dela.

Como primeiro passo para atualizá-los sobre esses contratos, posso relatar que, no fim de 2010, por iniciativa da contraparte, encerramos oito contratos, todos eles devidos entre 2021 e 2028. Inicialmente, rece-

bemos US\$ 647 milhões em prêmios por esses contratos e o encerramento exigiu que pagássemos US\$ 425 milhões. Conseqüentemente, realizamos um ganho de US\$ 222 milhões e também fizemos o uso irrestrito e sem juros dos US\$ 647 milhões por cerca de três anos.

Essas transações de 2010 nos deixaram, no fim do ano, com 39 contratos *equity put* remanescentes. Por esses, em seu início, recebemos prêmios de US\$ 4,2 bilhões.

Claro, o futuro desses contratos é incerto. Mas aqui está uma perspectiva: se os preços dos respectivos índices forem, no vencimento dos contratos, os mesmos que em 31 de dezembro de 2010 — e as taxas de câmbio ficarem inalteradas —, nós deveremos US\$ 3,8 bilhões nos vencimentos ocorrendo de 2018 a 2026. Podemos chamar essa quantia de “valor de liquidação dos contratos”.

Em nosso balanço patrimonial do fim do ano, contudo, contabilizamos o passivo desses *equity puts* remanescentes a US\$ 6,7 bilhões. Em outras palavras, se os preços dos respectivos índices permanecerem inalterados desde então, registraremos um ganho de US\$ 2,9 bilhões nos próximos anos, sendo essa a diferença entre a cifra do passivo de US\$ 6,7 bilhões e o valor de liquidação de US\$ 3,8 bilhões. Acredito que os preços das ações muito provavelmente aumentarão e que nosso passivo cairá significativamente entre hoje e a data de liquidação. Se for assim, nosso ganho a partir deste ponto será ainda maior. Mas isso, claro, está longe de ser uma certeza.

O que é certo é que, se assim for, teremos para uso um “*float*” de US\$ 4,2 bilhões por cerca de mais 10 anos. (Nem esse *float* nem aquele resultante dos contratos dos índices de alta rentabilidade estão inclusos na cifra do *float* de seguros de US\$ 66 bilhões.) Já que dinheiro é fungível, pensem que uma parcela desses fundos contribuiu para a compra da BNSF.

Como lhes disse antes, quase todos os nossos contratos de derivativos estão livres de qualquer obrigação de depósito de garantias — o que reduziu os prêmios que de outra maneira poderíamos ter cobrado. Mas isso também nos deu tranqüilidade durante a crise financeira, permitindo que nos comprometêssemos com algumas compras vantajosas naqueles dias. Renunciar a alguns prêmios adicionais nos derivativos provou valer muito a pena.

Relatórios corretos e incorretos: os números que contam e aqueles que não contam

Anteriormente, nesta carta, mostrei alguns números que eu e o Charlie consideramos úteis para avaliar a Berkshire e medir seu progresso.

Vamos focar aqui num número que eu omiti, mas que muitos na mídia destacam acima de todos os outros: lucro líquido. Por mais importante que esse número possa ser na maioria das empresas, ele é quase sempre *sem sentido* na Berkshire. Independentemente de como estiver o nos-

so negócio, eu e o Charlie poderíamos — legalmente — fazer o lucro líquido, em qualquer dado período, ser praticamente qualquer número que quiséssemos.

Temos essa flexibilidade porque ganhos ou perdas *realizados* nos investimentos fazem parte do lucro líquido, ao passo que ganhos (e perdas, na maioria dos casos) *não realizados* são excluídos. Por exemplo, imaginem que a Berkshire tivesse um aumento de US\$ 10 bilhões em ganhos não realizados em um determinado ano e simultaneamente tivesse US\$ 1 bilhão em perdas realizadas. Nosso lucro líquido — que incluiria apenas a perda — seria divulgado como sendo *menor* do que o lucro operacional. Se, enquanto isso, tivéssemos realizado ganhos no ano *anterior*, as manchetes poderiam anunciar que nosso lucro caiu X% quando, na realidade, nosso negócio poderia ter melhorado muito.

Se realmente considerássemos o lucro líquido importante, poderíamos alimentá-lo continuamente com ganhos realizados, uma vez que temos uma quantia imensa de lucros não realizados que podemos utilizar. Podem ter certeza, no entanto, que eu e o Charlie *nunca* vendemos um valor mobiliário por causa do efeito que a venda teria no lucro líquido que estávamos prestes a divulgar. Ambos temos profunda repugnância por “manipulação dos lucros”, uma prática que era desenfreada nas grandes empresas norte-americanas nos anos 90 e ainda persiste, embora ocorra menos freqüente e descaradamente do que costumava ser.

O lucro operacional⁴, apesar de ter algumas deficiências, é em geral um indicador razoável de como estão indo os nossos negócios. Ignorem nosso lucro líquido. As normas exigem que o divulguemos, mas se encontrarem jornalistas focalizando nele, isso falará mais sobre o desempenho deles do que sobre o nosso.

Tanto os ganhos e perdas realizados quanto os não realizados estão completamente refletidos no cálculo de nosso valor patrimonial. Prestem atenção nas mudanças dessa medida e no curso de nosso lucro operacional e estarão no caminho certo.

P. S.: tenho de salientar quão caprichoso o lucro líquido divulgado pode ser. Se nossos *equity puts* tivessem como data de vencimento 30 de junho de 2010, precisaríamos ter pago US\$ 6,4 bilhões às nossas contrapartes nessa data. Os preços das ações subiram de forma geral no trimestre seguinte, um avanço que derrubou a cifra correspondente para US\$ 5,8 bilhões em 30 de setembro. Porém, a fórmula Black-Scholes, que usamos para valorar esses contratos, exigira que *augmentássemos* o passivo em nosso balanço patrimonial, durante o período, de US\$ 8,9 bilhões para US\$ 9,6 bilhões — uma mudança que,

depois do efeito de provisões de impostos, reduziu nosso lucro líquido do trimestre em US\$ 455 milhões.

Tanto eu quanto o Charlie acreditamos que a Black-Scholes produz valores profundamente inapropriados quando aplicada a opções de longo prazo. Expusemos um exemplo absurdo nestas páginas, dois anos atrás⁵. Na prática, agimos de acordo com o que dissemos estabelecendo nossos contratos *equity put*. Ao fazer isso, afirmamos implicitamente que as estimativas da Black-Scholes utilizadas pelas nossas contrapartes, ou seus clientes, eram errôneas.

Todavia, continuamos a utilizar essa fórmula ao apresentar nossas demonstrações financeiras. A Black-Scholes é o padrão aceito para valoração de opções — quase todas as principais faculdades de Administração a ensinam — e seríamos acusados de utilizar contabilidade desonesta se desviássemos dela. Além do mais, se fizéssemos isso, proporcionaríamos a nossos auditores um problema insuperável: eles têm clientes que são nossas contrapartes e utilizam os valores da Black-Scholes para os mesmos contratos que temos em carteira. Seria impossível para nossos auditores atestar a precisão tanto dos valores de terceiros quanto dos nossos se ambos fossem muito distantes.

Parte do apelo da Black-Scholes para os auditores e para os agentes reguladores é que ela produz um número preciso. Eu e o Charlie não podemos calculá-lo. Acreditamos que o passivo verdadeiro de nossos contratos seja bem mais baixo do que o calculado pela Black-Scholes, mas não podemos indicar uma cifra exata — não mais do que podemos indicar um valor *preciso* para a GEICO, a BNSF ou a própria Berkshire Hathaway. Nossa falta de capacidade para indicar um número com exatidão não nos incomoda: preferimos estar aproximadamente certos do que precisamente errados.

John Kenneth Galbraith uma vez astutamente observou que os economistas são muito econômicos com suas idéias: eles fazem aquelas aprendidas na faculdade durar a vida toda. Os departamentos de finanças das universidades muitas vezes comportam-se de maneira semelhante. Observem a tenacidade com que quase todos se apegaram à teoria do mercado eficiente durante os anos 70 e 80, descartando como sendo “anomalias” os fatos convincentes que a refutavam. (Sempre adoro explicações desse tipo. A Sociedade da Terra Plana provavelmente enxerga a volta de um navio ao redor do mundo como uma anomalia irritante, mas inconseqüente.)

O costume atual dos acadêmicos de ensinar a Black-Scholes como verdade divina precisa ser reavaliado. Na verdade, também precisa de reexame a inclinação, dos acadêmicos, de insistir na valoração de opções. É

⁴ Nesse caso, incluindo todas as operações — não apenas seguros.

⁵ Veja-se a segunda edição da *Newsletter Value Investing Brasil*, nesta página: <http://www.cvib.com.br/nvib.html>.

possível ser um investidor muito bem-sucedido sem ter a menor capacidade de valorar uma opção. O que os estudantes *deveriam* estar aprendendo é como valorar um negócio. É isso que significa investir.

Vida e dívida [*Life and Debt*]

O princípio fundamental do automobilismo é que para terminar em primeiro você primeiro tem de terminar. Essa expressão aplica-se igualmente a negócios e guia todas as nossas ações na Berkshire.

Inquestionavelmente, algumas pessoas tornaram-se muito ricas por meio do uso de dinheiro emprestado. Contudo, essa também tem sido uma maneira de ficar muito pobre. Quando a alavancagem funciona, ela amplia os seus ganhos. Sua esposa pensa que você é astuto e seus vizinhos ficam invejosos. Mas a alavancagem vicia. Uma vez tendo lucrado com suas maravilhas, pouquíssimas pessoas recuam para práticas mais conservadoras. E, como todos nós aprendemos na terceira série — e alguns reaprenderam em 2008 — qualquer seqüência de números positivos (por mais impressionantes que sejam) evapora-se quando multiplicada por um único zero. A história nos mostra que alavancagem produz zeros com muita freqüência, mesmo quando é empregada por pessoas muito inteligentes.

Alavancagem, claro, pode ser letal também para negócios. Empresas com grande endividamento muitas vezes supõem que essas obrigações podem ser refinanciadas conforme elas vencem. Essa suposição normalmente é válida. Ocasionalmente, no entanto, por causa de problemas específicos da empresa ou de uma falta mundial de crédito, os vencimentos precisam efetivamente ser pagos. Nesses casos, só o dinheiro resolverá.

Tomadores aprendem então que crédito é como oxigênio. Quando qualquer deles é abundante, sua presença passa despercebida. Quando um deles falta, é *tudo* o que é percebido. Mesmo uma curta ausência de crédito pode deixar uma empresa de joelhos. Em setembro de 2008, de fato, seu desaparecimento do dia para a noite em muitos setores da economia chegou perigosamente perto de deixar o país inteiro de joelhos.

Eu e o Charlie não temos interesse *nenhum* em qualquer atividade que possa apresentar a menor ameaça ao bem-estar da Berkshire. (Com nossa idade somada de 167 anos, começar de novo não está entre nossas pendências, antes de partir). Estamos constantemente cientes do fato que vocês, nossos sócios, confiaram a nós o que é em muitos casos uma parcela grande de suas economias. Além do mais, há filantropia importante que

depende de nossa prudência. Finalmente, muitos incapacitados, vítimas de acidentes causados por nossos segurados, estão contando conosco para pagamentos daqui a décadas. Seríamos irresponsáveis se arriscássemos aquilo de que todas essas pessoas precisam apenas para perseguir alguns percentuais extra de retorno.

[...] manteremos pelo menos US\$ 10 bilhões em caixa, excluindo o que é retido pelos nossos negócios de utilidade pública e ferroviário. Por causa desse compromisso, habitualmente mantemos pelo menos US\$ 20 bilhões em mãos para que possamos tanto agüentar perdas sem precedentes com seguros (nossa mais alta até hoje cerca de US\$ 3 bilhões com o Katrina, a catástrofe mais cara desse setor), como rapidamente capturar oportunidades de aquisição ou investimento, mesmo durante períodos de caos financeiro.

Mantemos nosso caixa predominantemente em letras do tesouro dos Estados Unidos e evitamos outros valores mobiliários de curto prazo que renderiam alguns pontos base a mais, uma política à qual aderimos muito antes das fragilidades dos fundos de *commercial paper* e *money market* tornarem-se visíveis em setembro de 2008. Concordamos com a observação do colunista de investimentos Ray DeVoe: “Mais dinheiro já foi perdido pelo esforço de se obter rentabilidade do que sob o apontar de uma arma”. Na Berkshire, não dependemos de linhas de crédito e não entramos em contratos que poderiam exigir o depósito de garantias, exceto de quantias que sejam minúsculas em relação a nossos ativos líquidos.

Ademais, nenhum centavo de caixa deixou a Berkshire na forma de dividendos ou recompras de ações durante os últimos 40 anos. Em vez disso, retivemos *todos* os nossos lucros para fortalecer nosso negócio, um reforço que está agora em cerca de US\$ 1 bilhão por mês. Assim, nosso patrimônio líquido aumentou de US\$ 48 milhões para US\$ 157 bilhões durante essas quatro décadas e nosso valor intrínseco cresceu muito mais. Nenhuma outra grande empresa norte-americana chegou perto de aumentar sua força financeira de maneira tão determinada.

Por sermos tão cautelosos com relação a alavancagem, levemente prejudicamos nosso retorno. Ter uma grande quantidade de liquidez, no entanto, nos permite dormir bem. Além disso, durante os episódios de caos financeiro que ocasionalmente estouram em nossa economia, estaremos equipados financeira e emocionalmente para jogar na ofensiva enquanto os outros lutam pela sobrevivência. Foi isso que nos permitiu investir US\$ 15,6 bilhões em 25 dias de pânico seguindo a falência do Lehman em 2008. •

A publicação da Newsletter Value Investing Brasil tem natureza meramente informativa e não caracteriza qualquer atividade de consultoria de valores mobiliários e/ou de gestão de recursos (para os fins de que tratam a Instrução CVM n.º 306/99 e a Instrução CVM n.º 43/85), por parte dos editores, entrevistados ou pessoas que tenham seu trabalho reproduzido ou que sejam citadas no boletim. Decisões de investimento que venham a ser tomadas com base nas informações publicadas na Newsletter Value Investing Brasil serão de responsabilidade exclusiva do leitor e/ou investidor interessado.