



Newsletter

Value Investing Brasil

Edição especial

Número 9 • Junho de 2013

WARREN BUFFETT

BERKSHIRE HATHAWAY, OMAHA

TRECHOS DA CARTA AOS ACIONISTAS, 2012

Mais uma vez, trazemos aos leitores brasileiros excertos da carta anual aos acionistas da Berkshire Hathaway, escrita por Warren Buffett. (O texto é protegido por direitos autorais e está aqui reproduzido com autorização de seu autor.)



H. J. Heinz¹

[...] Em fevereiro, concordamos em comprar 50% de uma *holding* que será proprietária de toda a H. J. Heinz. A outra metade será propriedade de um pequeno grupo de investidores liderados por Jorge Paulo Lemann, um famoso empresário e filantropo brasileiro.

Não poderíamos estar melhor acompanhados. O Jorge Paulo é um amigo de longa data e um gestor extraordinário. Seu grupo e a Berkshire contribuirão, cada um, com cerca de US\$ 4 bilhões pelas ações ordinárias da *holding*. A Berkshire também investirá US\$ 8 bilhões em ações preferenciais, que receberão dividendo de 9%. As preferenciais têm duas outras características que aumentam substancialmente seu valor: em algum momento elas serão resgatadas por um prêmio significativo e também vêm com opções [*warrants*] que nos permitem comprar 5% das ações ordinárias da *holding* por uma quantia nominal.

[...]

Compramos alguns jornais... Jornais?

Durante os últimos quinze meses, adquirimos 28 jornais diários pelo custo de US\$ 344 milhões. Isso pode parecer estranho a vocês por duas razões. Primeiro, digo faz tempo nestas cartas e em nossas assembleias anuais que a circulação, a publicidade e os lucros da indústria jornalística, como um todo, *certamente* diminuirão. Essa previsão ainda é válida. Segundo, os ativos que compramos estavam muito longe dos re-

quisitos mínimos de tamanho para aquisições que frequentemente divulgamos.

Podemos tratar do segundo ponto facilmente. Eu e o Charlie adoramos jornais e, *quando fizerem sentido economicamente*, nós os compraremos, mesmo bem abaixo do limite de tamanho que exigimos para a compra de, digamos, uma fábrica. O primeiro ponto exige uma explicação mais elaborada, incluindo um pouco de história.

Simplificando, notícia é o que as pessoas ainda não sabem e querem saber. As pessoas buscarão suas notícias — as importantes *para elas* — na fonte que oferecer a melhor combinação de imediatismo, facilidade de acesso, confiabilidade, inteligibilidade e baixo custo. A importância relativa desses fatores varia conforme a natureza da notícia e a pessoa que a busca.

Antes da televisão e da internet, os jornais eram a *principal* fonte de uma variedade incrível de notícias, um fato que os tornou indispensáveis para uma porcentagem muito alta da população. Fosse o interesse internacional, nacional, local, esportes ou cotações financeiras, o seu jornal normalmente era o primeiro a lhe passar as informações mais recentes. De fato, o seu jornal continha tanta informação desejada que, mesmo se apenas um pequeno número das páginas fossem dirigidas a seus interesses específicos, valia o seu dinheiro. Melhor ainda, anúncios publicitários tipicamente cobriam quase todo o custo do produto, e os leitores pegavam carona.

Além do mais, os próprios anúncios continham informações de interesse vital para multidões de leitores, efetivamente provendo-lhes mais “notícias”. Os editores tinham calafrios só de pensar, mas, para muitos leitores, saber quais empregos ou apartamentos estavam disponíveis, quais supermercados ofereciam que promoções de fim de semana e quais filmes passavam, quando e onde, era muito mais importante do que as opiniões expressadas no editorial.

Por sua vez, o jornal local era indispensável para os anunciantes. Se a Sears ou o Safeway construíssem lojas em Omaha, precisariam de um “megafone” para contar aos residentes da cidade porque suas lojas deveriam ser *imediatamente* visitadas. De fato, gran-

¹ Tradução de excertos da carta de 2012. Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos na tradução. As cartas originais (em inglês) estão disponíveis no website da [Berkshire Hathaway](http://www.berkshirehathaway.com).

des lojas de departamento e supermercados competiam para gritar mais alto que seus concorrentes, com anúncios sequenciais de várias páginas, sabendo que os produtos anunciados voariam das prateleiras. Sem a existência de qualquer outro megafone comparável ao do jornal, os anúncios vendiam-se sozinhos.

Enquanto o jornal fosse o único em sua comunidade, seus lucros certamente seriam extraordinários; ser bem ou mal administrado fazia pouca diferença. (Conforme a famosa confissão de um sulino dono de editora, “Devo minha posição de prestígio na vida a duas grandes instituições americanas — o nepotismo e o monopólio.”)

Ao longo dos anos, quase todas as cidades passaram a ter apenas um jornal (ou abrigavam dois jornais competidores que juntavam forças para operar em unidade econômica). Essa contração era inevitável porque a maioria das pessoas desejava ler e pagar por apenas um jornal. Quando a competição existia, o jornal que obtivesse liderança significativa em circulação quase que automaticamente recebia mais anúncios. Os anúncios atraíam leitores e os leitores atraíam os anúncios. Esse processo simbiótico significava o fim do jornal mais fraco e ficou conhecido como “sobrevivência do mais gordo”².

Agora, o mundo mudou. Cotações do mercado acionário e detalhes de eventos esportivos nacionais são notícia velha muito antes de a imprensa começar a rodar. A internet oferece bastante informação sobre empregos e imóveis disponíveis. A televisão bombardeia a sua audiência com notícias políticas, nacionais e internacionais. Portanto, em uma área de interesse após a outra, os jornais perderam sua “primazia”. Conforme caiu a audiência, as vendas de anúncios acompanharam. (Receitas de classificados de emprego — há muito tempo uma enorme fonte de faturamento para jornais — caíram mais de 90% nos últimos 12 anos.)

Contudo, os jornais continuam a reinar supremos no fornecimento de notícias locais. Se você quer saber o que está acontecendo na sua cidade — sejam as notícias sobre o prefeito, impostos ou futebol escolar — não há substituto para um jornal local que esteja fazendo o seu trabalho. O leitor pode perder o interesse após dois parágrafos sobre tarifas canadenses ou desdobramentos políticos no Paquistão; uma história sobre o próprio leitor e seus vizinhos será lida até o fim. Onde houver um senso comunitário difundido, o jornal que servir às necessidades de informação peculiares a essa comunidade permanecerá indispensável para uma porção significativa de seus residentes.

Contudo, mesmo um produto valioso pode se autodestruir com uma estratégia empresarial falha. Esse processo tem ocorrido durante a última década em

quase todos os jornais de tamanho considerável. As editoras — inclusive a Berkshire, em Buffalo — têm oferecido seu jornal gratuitamente na internet enquanto cobram somas significativas pela versão impressa. Como isso poderia levar a qualquer coisa diferente de uma queda brusca e constante nas vendas do produto impresso? Além disso, a circulação cadente torna o jornal menos essencial aos anunciantes. Sob essas circunstâncias, o “círculo virtuoso” do passado inverte-se.

O *The Wall Street Journal* adotou cedo o modelo pago. Mas o principal exemplo de um jornal local é o *Arkansas Democrat-Gazette*, publicado por Walter Hussman, Jr. O Walter também adotou cedo o formato pago e, ao longo da última década, seu jornal reteve a circulação muito melhor do que qualquer outro grande jornal do país. Apesar desse poderoso exemplo do Walter, foi apenas mais ou menos no último ano que outros jornais, inclusive os da Berkshire, começaram a explorar modelos pagos. Aquilo que funcionar melhor — e a resposta ainda não está clara — será amplamente copiado.

Eu e o Charlie acreditamos que os jornais que entreguem informações abrangentes e confiáveis para comunidades firmemente integradas e que tenham uma estratégia virtual sensata permanecerão viáveis por muito tempo. Não acreditamos que o sucesso virá pelo corte do conteúdo ou da frequência de publicação. De fato, a cobertura limitada de notícias quase certamente resultará em um número limitado de leitores. E a publicação “menos que diária” que está sendo tentada em grandes cidades — embora possa melhorar os lucros no curto prazo — parece-nos que certamente diminuirá a relevância do jornal ao longo do tempo. Nossa meta é manter nossos jornais carregados com conteúdo do interesse de nossos leitores e sermos pagos de maneira adequada por aqueles que considerarem os jornais úteis, esteja o produto que lêem em suas mãos ou na internet.

[...]

A geração de caixa dos jornais da Berkshire quase certamente terá tendência para baixo ao longo do tempo. Mesmo uma estratégia virtual sensata não será capaz de impedir uma modesta erosão. Considerando nossos preços de compra, contudo, acredito que esses jornais vão satisfazer ou exceder nosso critério econômico para aquisições. Os resultados até o presente sustentam essa expectativa.

Eu e o Charlie, contudo, ainda operamos sob o princípio econômico 11 (detalhado na página 99 [do relatório

² *Survival of the fattest*, trocadilho com *survival of the fittest* (sobrevivência do mais adaptado).

de 2012]³) e não continuaremos a operação de *qualquer* negócio condenado a prejuízos intermináveis. Um jornal diário que adquirimos na compra de um “lote” da General Media era significativamente não lucrativo enquanto propriedade dessa companhia. Após analisarmos os resultados do jornal, não enxergamos qualquer remédio para as perdas e, relutantemente, encerramos a operação. Todos os nossos jornais diários remanescentes, contudo, devem ser lucrativos por muito tempo. [...] Por preços apropriados — que significam um múltiplo *muito* baixo do lucro presente — compraremos mais jornais do tipo de que gostamos.

[...]

Dividendos

Vários acionistas da Berkshire — inclusive alguns bons amigos — gostariam que a Berkshire pagasse um dividendo em dinheiro. Eles ficam intrigados, pois gostamos dos dividendos que recebemos da maior parte das ações que a Berkshire possui, mas não pagamos nada a nós mesmos. Então, vamos examinar quando pagar dividendos para os acionistas faz ou não faz sentido.

Uma empresa lucrativa pode alocar seu lucro de várias maneiras (que não são mutuamente exclusivas). A administração deve, primeiramente, examinar as possibilidades de reinvestimento oferecidas pelos seus negócios presentes — projetos que podem se tornar mais eficientes, expansão territorial, extensão e melhoria das linhas de produtos ou alguma outra forma de ampliar o *moat* econômico que separa a companhia de seus competidores.

Peço aos administradores de nossas subsidiárias para focarem interminavelmente em oportunidades de ampliação dos *moats*, e eles encontram várias que fazem sentido econômico. Mas, às vezes, nossos executivos falham. Uma causa comum de fracasso é começar pela resposta desejada e então racionalizar para trás, para encontrar o argumento de suporte. Claro, esse processo é subconsciente; é isso que o torna tão perigoso.

Este diretor-executivo não esteve livre desse pecado. No relatório anual da Berkshire de 1986, descrevi como vinte anos de esforço administrativo e dispêndios com ativos em nosso negócio têxtil original foram um exercício em futilidade. Eu *queria* que o negócio fosse bem sucedido e *desejei* tomar uma série de decisões que se provaram ruins. (Até mesmo comprei *mais uma* companhia têxtil na Nova Inglaterra.) Mas o desejo torna os sonhos realidade apenas nos desenhos da Disney; nos negócios, é um veneno.

Apesar de erros passados como esse, nossa primeira prioridade com fundos disponíveis será sempre examinar se podem ser empregados *inteligentemente* em nossos vários negócios. Nosso investimento recorde em ativos fixos e aquisições “*bolt-on*”⁴, de US\$ 12,1 bilhões em 2012, demonstra que esse é um campo fértil para alocação de capital na Berkshire. E aqui temos uma vantagem: por operarmos em tantas áreas da economia, aproveitamo-nos de uma gama de opções muito mais ampla do que aquela disponível para a maior parte das grandes empresas. Quando decidimos o que fazer, podemos regar as flores e ignorar as ervas daninhas.

Mesmo após empregar pesadas quantias de capital em suas operações atuais, a Berkshire, com regularidade, gerará muito caixa adicional. Nosso próximo passo, portanto, é procurar por aquisições não relacionadas a nossos negócios atuais. Aqui, nosso critério é simples: eu e o Charlie achamos que podemos efetuar uma transação com alta probabilidade de deixar nossos acionistas mais ricos (em um cálculo por ação) do que eles eram antes da aquisição?

Já cometi muitos erros com aquisições e cometerei outros mais. No geral, contudo, nosso histórico é satisfatório, o que significa que nossos acionistas são *muito mais* ricos hoje do que seriam se os fundos que usamos para aquisições, em vez disso, tivessem sido direcionados para recompras de ações ou dividendos.

Mas, para usar o *disclaimer* padrão, o desempenho passado não é garantia de resultados futuros. Isso é verdade especialmente na Berkshire: por causa do nosso tamanho presente, realizar aquisições que sejam tanto significativas como sensatas é agora mais difícil do que foi durante a maior parte de nossos anos.

Todavia, grandes compras ainda nos oferecem possibilidades de aumento substancial do valor intrínseco por ação. A BNSF [Burlington Northern Santa Fe] é um bom exemplo: vale agora consideravelmente mais do que está nos livros contábeis. Se tivéssemos, em vez dessa compra, destinado os fundos para dividendos ou recompras de ações, eu e vocês estaríamos em pior situação. Apesar de grandes transações como a da BNSF serem raras, ainda há algumas baleias no oceano.

O terceiro uso de fundos — recompras — é sensato para uma empresa quando suas ações estão sendo negociadas por um desconto significativo em relação ao valor intrínseco, calculado conservadoramente. De fato, recompras realizadas com disciplina são a maneira *mais garantida* de se usar fundos inteligentemente: é difícil errar quando se compra notas de um dólar por

³ Descreve a relutância de Buffett e Munger em descartar seus negócios mesmo que tenham desempenho abaixo da média.

⁴ Termo, utilizado no meio de private equity, que se refere à aquisição de uma empresa que naturalmente se “encaixa” na estratégia da adquirente e lhe agrega valor por trazer consigo vantagem de custo, nova linha de produtos ou inovação tecnológica.

oitenta centavos ou menos. Explicamos nossos critérios para recompras no relatório do ano passado e, se a oportunidade aparecer, compraremos grandes quantidades de nossas ações. Originalmente, dissemos que não pagaríamos mais do que 110% do valor patrimonial contábil, mas isso provou-se pouco realista. Portanto, aumentamos o limite para 120% em dezembro, quando um grande bloco de ações ficou disponível por cerca de 116% do valor patrimonial contábil.

Mas, nunca se esqueçam: nas decisões de recompra, o preço tem importância absoluta. O valor é *destruído* quando compras são feitas acima do valor intrínseco. Eu e os conselheiros da Berkshire acreditamos que os acionistas que continuarão conosco serão beneficiados de maneira significativa por compras até o nosso limite de 120%.

Isso nos traz ao assunto dividendos. Aqui teremos de usar algumas premissas e um pouco de matemática. Os números exigirão leitura cuidadosa, mas são essenciais para a compreensão dos argumentos contra e a favor dos dividendos. Então, um pouco de paciência...

Suponhamos que eu e você sejamos proprietários de parcelas iguais de um negócio com US\$ 2 milhões de patrimônio líquido. O negócio rende 12% sobre o patrimônio líquido tangível — US\$ 240.000 — e é razoável esperar que renda os mesmos 12% sobre os lucros reinvestidos. Ademais, há terceiros que sempre querem comprar participação em nosso negócio por 125% do valor patrimonial. Portanto, o valor do que cada um de nós possui é agora US\$ 1,25 milhão.

Você gostaria que nós dois, acionistas, recebêssemos um terço do lucro anual de nossa empresa e que dois terços fossem reinvestidos. Esse plano, você acha, balanceará bem as suas necessidades tanto de renda como de crescimento de capital. Então, você sugere que paguemos US\$ 80.000 do lucro atual e retenhamos US\$ 160.000 para aumentar os lucros futuros do negócio. No primeiro ano, o seu dividendo seria de US\$ 40.000 e, conforme os lucros crescessem e o quociente de distribuição fosse mantido em um terço, o seu dividendo também cresceria. No total, os dividendos e valor das ações aumentariam 8% por ano (12% de ganho sobre o patrimônio líquido, menos os 4% do patrimônio líquido distribuídos).

Depois de dez anos, nossa empresa teria patrimônio líquido de US\$ 4.317.850 (os US\$ 2 milhões originais compostos a 8% por ano) e o seu dividendo no próximo ano seria de US\$ \$86.357. Cada um de nós teria uma participação com valor de US\$ 2.698.656 (125% da metade do patrimônio líquido da empresa). Viveríamos felizes para sempre — com os dividendos e o valor de nossas ações continuando a crescer 8% por ano.

Há uma abordagem alternativa, contudo, que nos deixaria ainda mais felizes. Sob este cenário, deixaríamos *todo* o lucro na empresa e venderíamos 3,2% de nossas ações a cada ano. Já que as ações seriam vendidas a 125% do valor patrimonial contábil, essa abordagem produziria, inicialmente, os mesmos US\$ 40.000 em dinheiro, uma soma que cresceria anualmente. Chamaremos esta segunda opção de abordagem de “venda fracionada”.

Sob o cenário de “venda fracionada”, o patrimônio líquido de nossa empresa aumentaria para US\$ 6.211.696 depois de dez anos (US\$ milhões compostos a 12%). Como teríamos vendido ações a cada ano, nossa *porcentagem* de participação teria diminuído e, depois de dez anos, cada um de nós teria 36,12% do negócio. Mesmo assim, a sua parcela do patrimônio líquido da empresa nesse momento valeria US\$ 2.243.540. E lembrem-se, cada dólar de patrimônio líquido de cada um de nós pode ser vendido por US\$ 1,25. Portanto, o valor de mercado de nossas ações remanescentes seria de US\$ 2.804.425, cerca de 4% maior do que o valor de nossas ações se tivéssemos adotado a abordagem dos dividendos.

Ademais, o dinheiro recebido anualmente com a política de venda fracionada estaria então 4% mais alto do que o recebido sob o cenário dos dividendos. *Voilà!* Você teria mais dinheiro para gastar anualmente e seu capital teria mais valor.

Esse cálculo, claro, presume que nossa empresa hipotética possa ganhar, na média, 12% sobre o patrimônio líquido e que seus acionistas possam vender suas ações por, na média, 125% do valor patrimonial contábil. Nesse sentido, o índice S&P 500 ganha consideravelmente mais do que 12% sobre o patrimônio líquido e é negociado por um preço muito mais alto do que 125% do valor patrimonial contábil. Ambas as premissas também parecem razoáveis para a Berkshire mas, certamente, não são garantidas.

Ademais, no lado positivo, também há a possibilidade de as premissas serem excedidas. Se forem, o argumento a favor da política de venda fracionada torna-se ainda mais forte. Ao longo da história da Berkshire — que não será repetida nem de perto, reconheço —, a política de venda teria produzido para os acionistas resultados *dramaticamente* superiores aos da política de dividendos.

Deixando de lado a matemática favorável, há mais dois argumentos — *importantes* — para a utilização da política de venda fracionada. Primeiro, o pagamento de dividendos impõe, a todos os acionistas, uma política específica de retirada de capital. Se a política de distribuição é de, digamos, 40% do lucro, aqueles que desejam 30% ou 50% serão frustrados. Nossos 600.000 acionistas cobrem todas as possibilidades em relação à

vontade de receber dinheiro. Contudo, é seguro afirmar que um grande número deles — talvez a maioria — esteja em uma fase de acúmulo de patrimônio e, pela lógica, preferiria que não houvesse qualquer pagamento.

A alternativa da venda fracionada, por outro lado, permite que cada acionista faça sua própria escolha entre pagamento em dinheiro e construção de capital. Um acionista pode escolher vender, digamos, 60% de seu ganho anual, enquanto outros acionistas escolhem 20% ou nada. Claro, um acionista no cenário de pagamento de dividendos poderia usá-los para comprar mais ações, mas sofreria um pouco fazendo isso: incorreria em impostos e também pagaria um prêmio de 25% para que seu dividendo fosse reinvestido. (Lembremos mais uma vez, compras de ações no mercado ocorrem a 125% do valor patrimonial contábil.)

A segunda desvantagem da abordagem dos dividendos é de igual importância: as consequências tributárias para *todos* os acionistas que pagam impostos são piores — normalmente *muito* piores — do que aquelas da alternativa da venda fracionada. Na alternativa dos dividendos, todo o caixa recebido a cada ano pelos acionistas é tributado, ao passo que a alternativa de venda resulta em impostos apenas sobre a parcela de dinheiro recebido que representar ganho de capital.

Deixem-me terminar este exercício matemático — ouço vocês comemorando como se eu estivesse guardando uma broca dentária — usando meu caso pessoal para ilustrar como freqüentes vendas de ações pelo acionista podem ser acompanhadas por um *aumento* do investimento no seu negócio. Durante os últimos sete anos, doeí anualmente 4,25% das minhas ações da Berkshire. Por meio desse processo, minha posição original, equivalente a 712.497.000 ações B (ajustadas para o desdobramento), diminuiu para 528.525.623 ações. Claramente, a minha *porcentagem* de propriedade na empresa diminuiu significativamente.

Ainda assim, efetivamente, o meu investimento no negócio aumentou. O valor patrimonial contábil da minha atual participação na Berkshire excede, consideravelmente, o valor patrimonial contábil atribuível à minha posição acionária sete anos atrás. (As cifras são US\$ 28,2 bilhões em 2005 e US\$ 40,2 bilhões em 2012.) Em outras palavras, agora tenho *muito* mais dinheiro trabalhando para mim na Berkshire, embora

minha propriedade da empresa tenha diminuído substancialmente. Também é verdade que minhas parcelas tanto de valor intrínseco da Berkshire como de sua capacidade normal de geração de lucro [*normal earning power*] são muito maiores do que eram em 2005. Ao longo do tempo, espero que esse acréscimo de valor continue — embora, evidentemente, de maneira irregular — mesmo que eu agora doe anualmente mais do que 4,5% de minhas ações (o aumento tendo ocorrido porque, recentemente, dobrei meus compromissos vitalícios de doação para certas fundações).

Acima de tudo, a política de dividendos sempre deve ser clara, consistente e racional. Uma política caprichosa confunde os proprietários e afasta aqueles que seriam investidores. Phil Fisher expôs maravilhosamente esse ponto 54 anos atrás, no capítulo 7 de seu livro *Ações comuns, lucros extraordinários*, que fica atrás apenas de *O Investidor Inteligente* e da edição de 1940 de *Security Analysis* na lista dos melhores livros de todos os tempos para investidores sérios. Phil explicou ser possível administrar com sucesso um restaurante que serve *hamburgers* ou, alternativamente, um que especializa-se em comida chinesa. Mas não se pode alternar caprichosamente entre os dois e reter os *fans* de um ou do outro.

A maioria das empresas paga dividendos consistentes, geralmente tentando aumentá-los anualmente, e os corta com muita relutância. As “*Big Four*” em nossa carteira⁵ seguem essa abordagem sensata e compreensível e, em certos casos, também recomparam ações bem agressivamente.

Aplaudimos sua maneira de atuar e esperamos que continuem na presente trajetória. Gostamos de dividendos maiores e adoramos recompras a preços adequados.

Na Berkshire, contudo, temos consistentemente seguido uma abordagem diferente, que sabemos ter sido sensata e esperamos ter se tornado mais compreensível pelos parágrafos que acabaram de ler. Manteremos essa política enquanto acreditarmos que nossas premissas sobre o aumento de valor patrimonial contábil e sobre o prêmio de preço de mercado sejam aceitáveis. Se nossas expectativas em relação a um ou outro fator mudarem substancialmente para pior, reexaminaremos nossa decisão. ●

⁵ American Express, Coca-Cola, Gillette e Wells Fargo.