



Relatório de Gestão
2º Trimestre de 2026



Em BRL*	2T2026	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início da gestão**
Nextep Global Equities Long Only	11,98%	4,38%	13,88%	57,10%	26,29%
MSCI World	12,94%	14,16%	27,24%	75,73%	38,54%
CPI + 2,5%	2,82%	1,44%	3,85%	27,82%	24,64%

Em USD	2T2026	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início da gestão**
Nextep Global Equities Long Only	12,35%	9,57%	22,92%	45,36%	36,11%
MSCI World	12,50%	18,98%	36,41%	61,47%	48,23%
CPI + 2,5%	3,17%	6,49%	12,09%	18,27%	34,33%

*Fundos não possuem hedge cambial

**2022-ytd

O segundo trimestre foi marcado pela continuação dos temas centrais do início do ano, embora com menor volatilidade. A grande maioria das companhias do nosso portfólio tiveram valorização de suas ações como resposta a um arrefecimento do auge das tensões entre EUA e Irã e em reação a seus bons resultados, aliviando a pressão que sofreram no primeiro trimestre. Seguimos entusiasmados com a perspectiva de retorno do fundo, e continuamos aprofundando nossos estudos para minimizar riscos e maximizar o retorno de nossos investimentos.

Nesse sentido, ao longo dos últimos três meses, a composição da nossa carteira sofreu alterações, especialmente no tamanho das posições: reduzimos companhias cujo preço alcançou ou ultrapassou seu valor justo e aumentamos aquelas que demonstraram maior desconto e retorno potencial. Além disso, encerramos um investimento e começamos dois. Atualmente, a carteira tem 13 posições.

A posição encerrada foi a da Berkshire Hathaway, empresa na qual investimos continuamente desde o início do fundo, em 2013. Durante esse período, ela foi uma das maiores contribuidoras para nossa performance. Levando isso em consideração, dedicamos este relatório a uma análise da empresa e ao detalhamento da nossa decisão de encerrar o investimento.

Nossa tese de investimento na Berkshire sempre foi ancorada pela rara combinação entre acesso a capital barato e capacidade de reinvestimento *at above average rates* pelos melhores alocadores do mundo, Buffett e Munger. Esse ciclo virtuoso sustentou-se por décadas por meio do robusto fluxo de caixa gerado por suas divisões operacionais e de uma dinâmica única de capital permanente: o *float* gerado pelas operações de seguros funcionava como uma fonte de financiamento de custo praticamente zero (ou até negativo), que era continuamente canalizado para a *holding*. Livres de pressões por resgates de investidores e operando sob um modelo descentralizado — que exigia o mínimo de reinvestimento operacional na matriz —, a dupla podia focar exclusivamente em alocar esses recursos em negócios com altos retornos sobre o capital investido e fortes barreiras de entrada. Isso sem mencionar o irrepreensível alinhamento de interesses entre gestores e acionistas minoritários, bem como uma gestão de risco sempre bem executada pela não tão simples aplicação contínua do bom senso.

Com o aumento massivo da escala da Berkshire, especialmente ao longo dos últimos vinte anos, as oportunidades de alocação de capital da companhia restringiram-se de tal forma que, mesmo acertando em cheio nas apostas — como no caso das ações japonesas e do investimento na Occidental, para usar exemplos recentes —, elas já não conseguem mover a agulha do conglomerado. O próprio Buffett foi bastante explícito em relação a isso:

"There remain only a handful of companies in this country capable of truly moving the needle at Berkshire, and they have been endlessly picked over by us and by others. Some we can value; some we can't. And, if we can, they have to be attractively priced. Outside the U.S., there are essentially no candidates that are meaningful options for capital deployment at Berkshire. All in all, we have no possibility of eye-popping performance." - Annual Letter 2023 (published in 2024)

É essencialmente por essa razão que discordamos do argumento de que um investimento na Berkshire seja um “seguro contra o apocalipse” - ou algo nessas linhas. Em um momento de *drawdown* generalizado e/ou crise de grande dimensão, o grupo de empresas que poderiam ter esse tipo de impacto na Berkshire se torna ainda mais restrito, fortalecendo nosso argumento.

Neste relatório, discutiremos nosso racional para encerrar o investimento na empresa, passando por (i) nossa visita à Omaha e a transição de CEO entre Buffett e Abel; (ii) uma análise das principais divisões operacionais da Berkshire; (iii) ponderações sobre alocação de capital e lições possíveis de 2008, 2020 e 2022.



Annual Meeting

Diante da transição histórica de Buffett para Abel e sob a constante ponderação a respeito da nossa posição, decidimos ir a Omaha no início de abril com o intuito de comparecer à *annual shareholder meeting* da Berkshire. Como se tratava da primeira AGM de Greg Abel como CEO, entendíamos que esse evento seria crucial para averiguar as mudanças que ele planejava implementar na companhia – e o que isso implicaria para o nosso investimento.

O primeiro aspecto que nos chamou a atenção foi o reduzido número de pessoas que foram ao evento, sempre lotado devido às falas de Buffett e Munger a respeito dos mais variados assuntos – de investimentos a conselhos de vida –, por horas a fio. Ao contrário desse *approach* mais leve e amplo, Greg Abel resolveu focar mais no desempenho operacional de cada unidade de negócios da Berkshire – buscando demonstrar, sempre que possível, seu domínio profundo sobre o funcionamento delas e trazendo os executivos que lideram cada unidade para o palco, de modo a dar mais detalhes sobre a operação aos acionistas.

Em linha com o que os nossos estudos já indicavam, o CEO e os executivos de cada divisão pintaram um cenário operacional marcado por diversos problemas históricos que comprometem a competitividade de várias unidades de negócios frente aos seus pares. Historicamente, Warren Buffett adotou uma postura *hands-off*, priorizando a alocação de capital do conglomerado e raramente intervindo no direcionamento das subsidiárias. A indicação de Abel para o cargo representa, portanto, um reconhecimento, ou pelo menos uma aceitação, de que as subsidiárias da Berkshire necessitam de uma supervisão operacional mais direta e mais focada em produtividade.

De maneira geral, a impressão que tivemos é de que os problemas das subsidiárias foram reconhecidos. No entanto, não parece haver um plano claro para que esses sejam tratados; ao menos, nenhum foi articulado por Abel ou seus executivos durante a reunião. O novo CEO apresentou, inclusive, *slides* nos quais comparou métricas operacionais das subsidiárias da Berkshire com as de seus principais concorrentes e, em quase todos os casos, estavam piores que seus pares. Sentimos, contudo, falta de maior clareza em relação à solução desses problemas. No caso de seguros, por exemplo, mencionou várias vezes a *performance* superior da Progressive (que temos em carteira), mas, em vez de apontar como a GEICO trabalharia para fechar o *gap* entre elas, focou em dados de curto prazo que aparentemente indicam uma melhora na rentabilidade da subsidiária – ponto do qual discordamos.



Como a indústria de *Property & Casualty (P&C)* vive sob o *trade-off* constante entre crescimento e lucratividade, gabar-se de uma melhora na rentabilidade ao passo que o crescimento contrai é como comemorar a economia de combustível de um carro que está parado por falta de motor. Principalmente após a saída de Todd Combs, *ex-CEO* da GEICO, esperávamos um nível de detalhamento maior a respeito das mudanças da divisão, algo que não ocorreu. (Todd era um dos cotados para suceder Buffett, mas, após não ser o escolhido, foi para o JP Morgan).

Ainda na temática de *insurance*, outro ponto que nos chamou bastante a atenção foi o declínio físico de Ajit Jain, principal executivo à frente da divisão de seguros da Berkshire. É dele a mente brilhante que criou o negócio de resseguros da empresa, no qual era responsável por contratos de seguro exóticos, como o seguro de vida do lutador Mike Tyson, por exemplo. Ajit, que sempre foi considerado um gênio por Buffett e Munger, demonstrou sinais claros de fraqueza física quando subiu ao palco, o que levou a especulações sobre sua saúde e, conseqüentemente, sobre sua sucessão na companhia — repetidas vezes dita por Buffett como mais importante para o futuro da empresa do que a sua própria sucessão —. Como o braço de resseguros tem um peso relevante na geração de *float* de longo prazo, utilizado para financiar investimentos em ações e *bonds* da empresa, o desempenho dessa divisão é crucial. Além disso, ela é caracterizada por contratos únicos e muito específicos (diferentemente da divisão de *P&C*), o que faz com que exista uma dependência maior da pessoa que os estrutura — papel que sempre foi de Jain. Logo após a AGM, muito em função das dúvidas que ali surgiram, a Berkshire anunciou o sucessor de Jain: Charlie Shamieh (59), *chairman* da Gen Re, outra subsidiária da companhia que se juntou à Berkshire em 2018.

No geral, a impressão após o intenso fim de semana em Omaha foi de que o foco de Greg Abel será totalmente voltado para o desempenho operacional da Berkshire, com a alocação de capital ficando em segundo plano. Essa impressão ficou nítida quando um acionista lhe perguntou a respeito da alocação de capital, e ele disse que ainda conversa com Buffett antes de tomar qualquer decisão a respeito desse tema. Diante disso, e da praticamente inexistente experiência de Abel nesse tópico, indagamo-nos qual é o futuro para a pilha de caixa de USD 400 bilhões e como podemos ter confiança na alocação desse montante pela companhia quando Buffett falecer.

Nesta linha, também nos surpreendeu a completa ausência de Ted Weschler da reunião. Ted é um excelente alocador de capital que gerou retornos compostos superiores a 20% durante o período em que geriu seu *hedge fund*, antes de se juntar à Berkshire.



Ainda que a *performance* dele gerindo uma parcela da carteira de ações da BRK seja um mistério, já que a Berkshire reporta seus investimentos apenas de forma consolidada nos relatórios oficiais, sem discriminar o desempenho ou as ações de cada gestor —, Ted é uma pessoa com ampla capacidade e experiência no mercado de capitais. Portanto, fazia sentido para nós a hipótese de que ele cuidaria do portfólio da Berkshire, deixando Greg Abel focado no desempenho operacional. O fato de Abel sequer citar seu nome quando perguntado sobre seus principais executivos, aliado à sua ausência na reunião, é um sinal preocupante que só aumenta nossas dúvidas sobre o futuro da alocação de capital.

Somando os fatores que apontamos aqui, saímos do final de semana em Omaha mais pessimistas em relação à empresa do que quando chegamos, o que contribuiu para o posterior encerramento da posição. Um dos fatores decisivos para isso foi a confirmação da nossa hipótese de deterioração das divisões operacionais da Berkshire e o entendimento de que, ainda que as iniciativas sejam bem endereçadas, a melhora de eficiência e competitividade destas unidades não parece ter a capacidade de gerar ganhos extraordinários para os acionistas minoritários - aspectos que discutiremos a seguir.

As divisões operacionais da Berkshire

Aqui, trataremos dos três principais braços do conglomerado: a BNSF, seguros e energia. A intenção é oferecer uma breve análise crítica de cada segmento, ponderando o que a trajetória delas ao longo dos últimos dez anos pode indicar sobre seu futuro e a contrapartida disso para nosso investimento.

Burlington Northern Santa Fe - BNSF

A BNSF opera em um duopólio natural no Oeste e Centro-Oeste dos Estados Unidos, competindo de forma direta apenas com a Union Pacific, o maior player do setor. Apesar de a indústria ferroviária ser caracterizada por altíssimas barreiras de entrada e infraestrutura estática — o que confere às operadoras características de monopólio natural —, o negócio da BNSF provou-se altamente dependente da ciclicidade econômica e exposto à forte competição com o setor rodoviário. O reflexo dessa dinâmica é um histórico pouco animador na última década, marcado por estagnação, em que a companhia entregou um crescimento de receita e de lucro operacional praticamente nulo, amparado apenas por aumentos de tarifa que compensaram uma retração anualizada e persistente nos volumes transportados.



Para entender essa estagnação, é preciso observar as dinâmicas contrastantes de seus quatro segmentos operacionais, que são vulneráveis a distintas pressões. A categoria de Produtos de Consumo, composta quase em sua totalidade pelo transporte intermodal, responde pela maior parte dos volumes da ferrovia, mas gera a menor receita por unidade transportada. Isso ocorre porque, devido à forte concorrência com o setor rodoviário e à dependência de intermediários logísticos, a BNSF é forçada a praticar tarifas mais baixas nesse segmento, o que também acaba comprimindo suas margens operacionais. Na ponta oposta, os segmentos de Produtos Industriais e Carvão possuem alto poder de preço e margens robustas, uma vez que cargas pesadas e perigosas dependem quase exclusivamente dos trilhos. No entanto, ambos enfrentam declínios estruturais severos causados por políticas de descarbonização, perda de espaço para gasodutos e substituição do carvão por gás natural. O único ponto de alívio estrutural tem sido o segmento Agrícola e de Energia, que reduziu sua dependência das oscilações das safras de grãos ao migrar para o transporte de combustíveis renováveis, o que ajudou a elevar a receita média da categoria.

O desempenho da BNSF ao longo desta última década foi uma montanha-russa ditada por fatores exógenos. Entre 2015 e 2019, a companhia foi beneficiada por regulações que restringiram a oferta de caminhoneiros nos EUA, impulsionando o segmento intermodal, mas, simultaneamente, viu seus volumes de carvão e petróleo desabarem devido a novas políticas ambientais e à expansão de oleodutos. Na pandemia, após o choque inicial, o *boom* do *e-commerce* e os cortes drásticos de custos elevaram as margens operacionais da companhia ao patamar recorde de 39% em 2021. Porém, a "ressaca" logística dos anos seguintes devolveu grande parte desse ganho. Com a normalização das cadeias de suprimentos, o excesso de oferta de caminhões corroeu a vantagem competitiva do intermodal, enquanto a inflação de mão de obra e de materiais pressionou violentamente a rentabilidade até 2024.

Foi apenas recentemente, a partir dos resultados de 2025, que a BNSF voltou a demonstrar alguma resiliência nas margens, mesmo operando com volumes estagnados e ainda abaixo dos níveis pré-pandemia. Essa melhora de eficiência parece sinalizar uma mudança de postura da gestão. Após anos resistindo à adoção do modelo *PSR* (*Precision Scheduled Railroading*) – uma cartilha de eficiência há muito utilizada por seus pares –, a companhia trouxe nomes de peso do mercado para implementar melhorias, focando inicialmente na operação de terminais. Os primeiros efeitos já podem ser notados no início de 2026, com uma forte desaceleração na queda crônica de volumes da divisão industrial e uma notável expansão de margem limpa de efeitos não recorrentes.



As perspectivas futuras para a BNSF justificam um forte ceticismo. O balanço da última década revela não apenas retornos historicamente insatisfatórios, mas também um distanciamento preocupante em relação à líder do setor, Union Pacific, que colhe os frutos de eficiências operacionais consolidadas há anos, enquanto a BNSF insistia em resistir à modernização. Olhando para frente, a deterioração estrutural do mix de cargas pode anular grande parte dos esforços recentes de eficiência. Esse declínio é provocado pelo encolhimento secular das divisões de alta margem (indústria e carvão) e pelo avanço do segmento de consumo, mais competitivo e menos rentável.

O ponto mais crítico, contudo, transcende a própria ferrovia e esbarra na realidade macro da *holding*. Diante da escala titânica alcançada pela Berkshire Hathaway, mesmo que a nova gestão da BNSF opere um verdadeiro milagre operacional tardio e consiga fechar a lacuna contra seus pares, é ilusório pensar que isso irá gerar grandes ganhos para os acionistas da companhia. A ferrovia, portanto, consolida-se como um ativo maduro, pesado e de baixo crescimento, cujo teto operacional está longe de ser o motor de valor que o conglomerado precisa para o futuro.

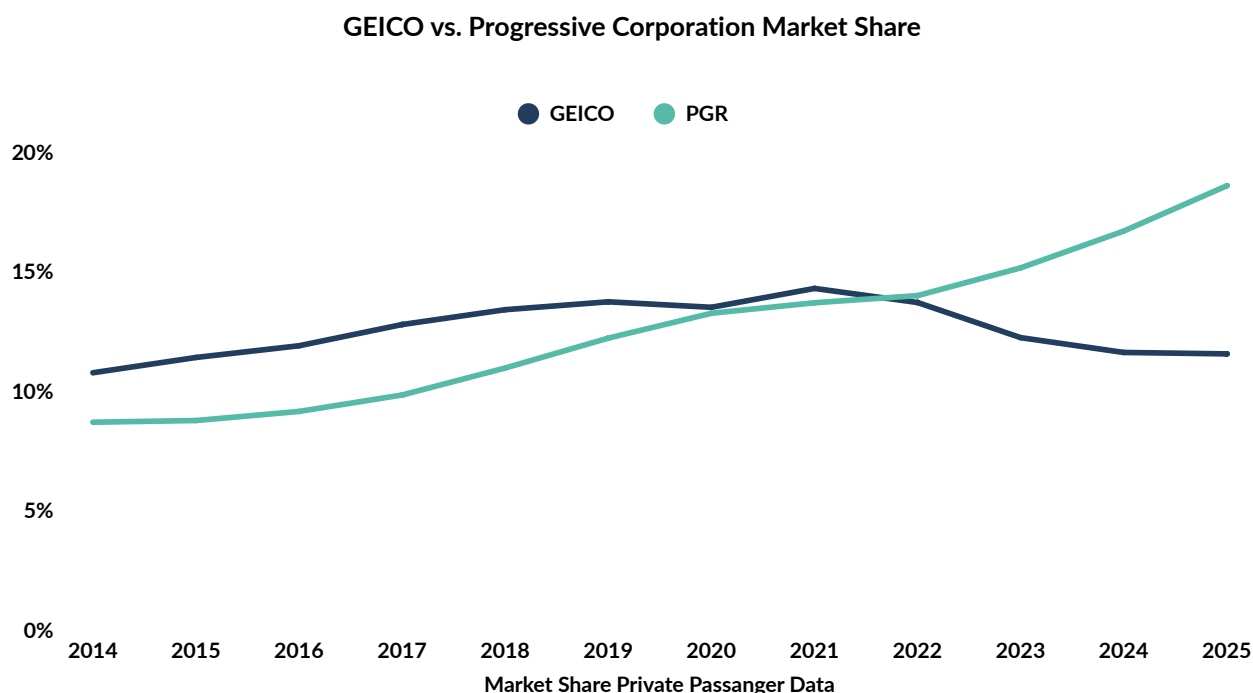
Seguros

O segmento de seguros da Berkshire Hathaway, por sua vez, é frequentemente analisado de forma consolidada, uma abordagem que pode mascarar dinâmicas individuais e caminhos estratégicos divergentes entre suas três principais frentes: GEICO, BH Primary Group e o BH Reinsurance Group. Além de não se tratar de um bloco homogêneo, uma avaliação mais detalhada dos resultados ao longo das últimas décadas revela que o segmento enfrenta sérios desafios operacionais, reversões estratégicas abruptas e uma visível perda de protagonismo técnico frente aos seus pares.

A trajetória da GEICO nos últimos dez anos é um reflexo de sucessivos erros de leitura estratégica. Entre 2014 e 2019, a companhia sacrificou margens em busca de um crescimento agressivo de clientes, por meio de aportes massivos em publicidade, enquanto parecia ignorar a deterioração silenciosa na severidade dos sinistros e a gritante necessidade de modernização tecnológica. Após as distorções severas causadas pela pandemia, a conta dessa negligência chegou entre 2022 e 2024. Pressionada pela explosão na inflação de custos médicos e de reparação automotiva, a gestão, sob o comando de Todd Combs, foi obrigada a mudar sua estratégia. A GEICO, então, implementou aumentos agressivos de suas *rates* e cortou drasticamente os gastos com marketing para estancar o sangramento do resultado.

Embora a margem tenha se recuperado no curto prazo, a estratégia defensiva da GEICO dizimou sua base de clientes, com quedas anuais de 10% no biênio. A tentativa tardia de retomar o crescimento em 2025 foi mal executada e subfinanciada; mesmo elevando gastos comerciais, o avanço de prêmios foi de apenas 5,3%. Enquanto isso, a Progressive acelerou 15,3%, consolidando uma vantagem dificilmente reversível, para usar um eufemismo.

Nosso estudo sobre a Progressive, companhia na qual investimos, nos deu um entendimento mais aprofundado da GEICO. A comparação escancara duas realidades. Por um lado, a Progressive detém uma clara e larga vantagem diante de todas as suas competidoras em *auto insurance*, e essa vantagem é sustentada por sua capacidade superior de precificação de apólices e agressiva gestão de capital, o que possibilita investimentos fortes para crescer e, ainda assim, manter seu *combined ratio* baixo. Por outro lado, a GEICO parece sofrer mais que a média no *trade off* entre crescimento e lucratividade: é tecnologicamente atrasada, carece da mesma musculatura analítica de precificação de risco e telemetria, além de se demonstrar vulnerável a guinadas estratégicas erráticas. Esse conjunto de fatores levou à perda de competitividade da companhia.





No BH Primary Group, a GUARD, por sua vez, exemplifica os riscos de expansões mal planejadas. Originalmente focada em acidentes de trabalho, a seguradora sofreu com custos inflacionários e catástrofes ao entrar no mercado residencial, forçando um recuo drástico. A queda nos prêmios (16,3% em 2024 e 32,6% em 2025) causou desalavancagem operacional, anulando os ganhos da BHSI (*Berkshire Hathaway Specialty Insurance*) e da BH Direct, unidades operacionais de seguros comerciais e de linhas especiais que integram a divisão BH Primary Group. Se desconsiderarmos a liberação de reservas de anos anteriores, o BH Primary opera próximo ao *breakeven*, vulnerável à inflação social americana em linhas de responsabilidade civil.

Por fim, o braço de Resseguros (BHRG) expõe uma mudança estrutural preocupante na engrenagem de captação de valor do conglomerado. Historicamente, a operação aceitava resultados de subscrição deficitários em troca de um prêmio muito mais valioso: a geração de *float* de longuíssimo prazo por meio de grandes apólices de resseguro retroativo. O problema central transcende a mera escassez desses mega-acordos, como o fechado com a AIG em 2017, no mercado atual. A contração dessa linha reflete, fundamentalmente, um novo custo de oportunidade para a própria Berkshire: como essas apólices retroativas operam frequentemente sob déficit técnico, o *float* gerado só se justifica se puder ser investido a taxas de retorno elevadas. Diante do atual gargalo de alocação de capital da *holding* e da sua incapacidade de monetizar essa liquidez como antes, assumir passivos desse calibre tornou-se financeiramente menos atrativo, forçando uma deterioração sequencial na qualidade e na duração do *float* do grupo. As obrigações de cauda extremamente longa, que antes representavam 43% das perdas não pagas do grupo, desabaram para apenas 27% do *mix*. Para compensar esse esvaziamento, o perfil do *float* foi forçado a migrar para linhas tradicionais e de menor duração, um movimento impulsionado artificialmente pela integração bilionária dos passivos da TransRe após a aquisição da Alleghany.

Em última análise, o segmento parece ter abdicado de competir pela liderança em excelência de gestão e eficiência operacional contra concorrentes mais competentes. Assim como observado na BNSF, a divisão de seguros parece resignada a funcionar apenas como uma utilidade interna, focada exclusivamente em oferecer um *float* para a matriz. No contexto atual, até essa função primordial é colocada em xeque diante da perda de duração de seus passivos. O cenário é preocupante: em um momento em que a Berkshire já se encontra sufocada por uma montanha histórica de caixa que o próprio Warren Buffett encontra dificuldades para alocar, o valor marginal de continuar expandindo ou otimizando esse aparato de seguros é praticamente nulo.



Mesmo que ocorra um improvável e extraordinário *turnaround* operacional em todas essas operações de seguros, a escala atual do conglomerado reduziu a força de seus antigos motores e, de novo, parece improvável que isto leve o conglomerado a entregar os retornos das décadas passadas.

Energia

A divisão de Energia, sob a liderança inicial de Greg Abel, aportou dezenas de bilhões de dólares no desenvolvimento de matrizes eólicas e solares, tornando-se uma das líderes em energia limpa regulada nos Estados Unidos. O modelo tradicional de *utilities*, caracterizado por retornos previsíveis sobre o capital aplicado, garantiu por muito tempo fluxos de caixa altamente estáveis e lucros recorrentes que retroalimentavam o caixa central da *holding*.

Essa busca por crescimento levou a divisão a um de seus maiores marcos em 2020, com a aquisição dos ativos de transmissão e armazenamento de gás natural da Dominion Energy por cerca de USD 9,7 bilhões. O movimento expandiu drasticamente a malha de gasodutos da BHE (Berkshire Hathaway Energy), permitindo que o grupo passasse a transportar aproximadamente 14% de todo o gás natural consumido em território americano. A transação exemplificou a capacidade única da Berkshire de implantar volumes colossais de liquidez, assegurando ativos estruturais de longo prazo com retornos resilientes.

A estabilidade histórica do segmento, contudo, enfrentou o período mais crítico de sua trajetória em função dos incêndios florestais de 2020 na Costa Oeste americana. A PacifiCorp, por sua vez, uma das subsidiárias da BHE, foi tragada por uma avalanche de litígios de responsabilidade civil sob acusações de negligência na manutenção de suas linhas de transmissão durante tempestades. O passivo gerado resultou em pesadas provisões operacionais e acordos bilionários — incluindo um acerto de USD 575 milhões com o governo federal americano no início de 2026, forçando Buffett a alertar abertamente em suas cartas que o pacto social e regulatório que protegia o retorno do investidor em determinados estados havia sido severamente rompido.

O cenário jurídico apresentou um alívio crucial em abril de 2026, quando um tribunal de apelações do Oregon reverteu um veredito histórico de ação coletiva contra a PacifiCorp, exigindo comprovações individuais de causalidade por parte dos reclamantes. Apesar de aliviar o peso das ações judiciais em seu balanço, a BHE fechou o primeiro trimestre de 2026 acumulando cerca de USD 2,9 bilhões em provisões para perdas estimadas com os incêndios.



Essa volatilidade jurídica e financeira transformou um segmento antes considerado o "porto seguro" do conglomerado em uma fonte de risco assimétrico, pressionando inclusive os *ratings* de crédito da subsidiária para perto do nível *junk*.

Diante desse panorama, a última década transformou a BHE de uma geradora infalível de valor em um ativo sob severa vigilância estratégica. A divisão continua entregando receitas robustas e capturando valiosos benefícios fiscais federais por meio de créditos de energia limpa, que - por enquanto - geram mais de USD 1,4 bilhão anuais em vantagens de caixa para a *holding*. No entanto, o prêmio de risco mudou permanentemente, e o desafio atual da gestão é redesenhar as salvaguardas políticas e regulatórias para blindar o capital investido, provando que o setor de energia ainda justifica o apetite insaciável do grupo por novos aportes.

Para o futuro, a perspectiva de expansão da BHE parece esbarrar em tetos regulatórios rígidos e riscos climáticos severos, sufocando as chances de retornos expressivos. Mesmo que a demanda energética para inteligência artificial abra novas frentes de investimento, as taxas de retorno controladas pelo Estado devem limitar o ganho real. A BHE, nesse contexto, deixou de ser um motor de forte crescimento para se tornar um mero estabilizador de capital.

Em suma, o diagnóstico detalhado das divisões operacionais revela um portfólio de negócios maduros, com vantagens competitivas erodidas e retornos estruturalmente limitados. Longe do dinamismo de décadas passadas, o tripé composto por BNSF, seguros e energia se transformou em um conjunto de ativos pesados e medianos, que hoje demandam um esforço hercúleo de gestão apenas para defender suas posições de mercado. A dura realidade para o investidor é que a escala monumental do conglomerado reduziu severamente o teto dessas unidades. Ou seja, mesmo que a nova liderança execute um bem-sucedido plano de eficiência e estabilize as operações, essa recuperação puramente incremental será incapaz de impactar significativamente o resultado consolidado ou de traduzir-se em ganhos extraordinários para os acionistas minoritários.

Alocação de capital

Uma divisão fundamental da Berkshire sobre a qual não falamos é a parte do portfólio de investimentos em empresas listadas na bolsa. Hoje, essa divisão responde por USD 312,6 bilhões alocados em 34 companhias, sendo 29 americanas e 5 japonesas.



Desde a saída de Todd Combs, em dezembro de 2025, Abel promoveu uma espécie de “limpa” nos investimentos feitos por ele, zerando ou reestruturando grande parte das posições que geria, estimadas em cerca de USD 15 bilhões. Conforme divulgado na primeira carta anual de Abel como CEO, Ted Weschler passou a ser individualmente responsável por cerca de 6% dos investimentos em ações da *holding*, absorvendo uma pequena porção do antigo mandato de Combs, enquanto Abel assumiu a supervisão direta do restante da alocação de capital da empresa. Vale ressaltar que Abel não tem nenhum *track record* de investimentos desse tipo e o envolvimento de Buffett vai, por óbvio, se reduzindo drasticamente.

A saída de Combs, para além do fato de que não foi escolhido para suceder Buffett como CEO, nos parece ter sido motivada pela crescente limitação do seu escopo de investimento, considerando a redução drástica do universo ‘investível’ da Berkshire ao longo dos quinze anos que passou na companhia. Agora com um portfólio de mais de USD 300 bilhões, tornou-se virtualmente impossível investir em companhias médias por meio de posições passivas — isto é, não controladoras —, o que por si só já reduz o universo.

Novamente, voltamos ao ponto central deste relatório: a escala atual da Berkshire Hathaway inviabiliza a tese de que a alocação bem feita de sua enorme posição em caixa será capaz de gerar ganhos extraordinários para os acionistas minoritários, especialmente em momentos de crise ou severo *drawdown* de mercado. Nesse aspecto é quase que enxergar a companhia como um seguro contra o apocalipse. Há algum mérito nisso, claro, quando se considera o inegável passado de glória da empresa, e que, pela natureza de seus negócios e estrutura, a ação da Berkshire tende a cair menos em estresses de mercado. É na alocação do caixa que encontramos a discordância com esse argumento.

Para melhor fundamentar nossa posição de que é difícil, no futuro, a alocação do caixa impactar de maneira extraordinária os investidores minoritários, faz sentido discutir como o conglomerado alocou capital durante os últimos períodos agudos de mercado ou economia. São relevantes, especialmente, três momentos: 2008, 2020 e 2022.

Durante a crise financeira de 2008, a Berkshire Hathaway atuou como uma espécie de credora de última instância para o mercado corporativo americano. Aproveitando-se do congelamento generalizado do crédito global, ela injetou bilhões de dólares em instituições emblemáticas que necessitavam desesperadamente de capital e reputação, como Goldman Sachs e General Electric.



Essas operações foram estruturadas de forma altamente favorável para a Berkshire, envolvendo ações preferenciais com dividendos fixos elevados (em torno de 10% ao ano) e opções de compra de ações ordinárias a preços bastante depreciados. No mesmo período, o grupo fechou a aquisição de 100% da ferrovia BNSF, consolidando uma estratégia contracíclica que capturou valor na recuperação subsequente da economia. Não obstante, existe um mérito indiscutível na tese de que, diante de uma crise de crédito extrema, a Berkshire continua sendo o único player do mercado com porte suficiente para atuar como emprestadora de última instância, o que poderia gerar valor para a companhia e seus acionistas.

No choque pandêmico de 2020, a atuação da companhia foi bem diferente, muito mais limitada. A Berkshire atuou zerando as posições remanescentes de Buffett em companhias aéreas, fez uma recompra massiva de suas próprias ações e investiu nas cinco maiores *trading houses* do Japão. Esse investimento entregou um retorno incrível de lá para cá, com a posição se multiplicando, no final de 2025, em quase 5 vezes. A genialidade da operação, acima de tudo, reside na sua estruturação: a aquisição foi financiada quase que integralmente pela emissão de títulos de dívida em ienes a um custo irrisório, inferior a 1% ao ano. Com isso, os fartos dividendos recebidos das companhias japonesas mais do que superaram o custo de servir a dívida, eliminando o risco cambial da operação e gerando um fluxo de caixa expressivo desde o primeiro dia. Uma verdadeira *masterpiece* de alocação de capital. No entanto, o impacto desse sucesso no resultado consolidado esbarra, novamente, na própria escala da Berkshire: frente à imensidão do conglomerado, a posição nas empresas japonesas, mesmo após essa incrível valorização, representa menos de 3% de todo o grupo.

Em 2022, quando o aumento global das taxas de juros provocou um *drawdown* generalizado das bolsas, a Berkshire Hathaway usou seu caixa em movimentos defensivos. O conglomerado alocou capital de forma agressiva no setor energético, montando uma participação grande na Occidental Petroleum e expandindo sua posição na Chevron, além de adquirir integralmente a seguradora Alleghany Corporation por USD 11,6 bilhões.

Apesar desses movimentos terem se provado corretos, bem executados e lucrativos, é imperativo reconhecer que tais movimentos pouco fizeram para mudar de forma expressiva o resultado consolidado da Berkshire Hathaway no médio e longo prazo - como evidencia o retorno da ação comparado aos principais índices após esses momentos. Para o acionista minoritário, o resultado prático dessas alocações recentes não foi uma aceleração agressiva nos lucros ou um retorno excepcional na ação.



Pelo contrário, se expandirmos o horizonte de 2008 até o fim de 2025, vemos que as ações da Berkshire entregaram um retorno total de 433% (9,7% ao ano), enquanto o S&P 500, com dividendos reinvestidos, acumulou 561% (11,1% ao ano) no mesmo período.

Daqui em diante, o cenário parece ainda mais desafiador do que foi nesses três períodos. O portfólio atual de ativos líquidos da Berkshire totaliza cerca de USD 700 bilhões, composto por caixa, equivalentes e ações de empresas de capital aberto. Para que um novo investimento seja minimamente representativo no balanço, uma alocação de apenas 5% desse montante já exigiria um cheque de USD 35 bilhões. Para a Berkshire montar uma posição relevante de, suponha, 10% de participação no capital de uma empresa, o *market cap* do alvo precisaria ser de, pelo menos, USD 350 bilhões. O universo de empresas com esse porte, no entanto, é muito restrito: nos EUA, existem apenas 33; no resto do mundo, somente 10 (das quais três são bancos chineses com controle estatal). Mesmo se expandirmos esse universo de ativos investíveis, assumindo que a Berkshire estaria disposta a adquirir uma fatia de até 20% das companhias — um patamar de concentração historicamente pouco comum para Warren Buffett —, o número de alvos em potencial subiria para apenas 67 nos EUA e cerca de 42 no resto do mundo. Quando aplicamos a essa lista restrita o tradicional filtro da Berkshire, o funil torna-se quase impeditivo. O número de empresas que, simultaneamente, combinam um modelo de negócio atrativo, um *valuation* descontado e um time de executivos verdadeiramente alinhado com os acionistas minoritários é, sem dúvida, ínfimo. Fica evidente, portanto, que a capacidade da *holding* de alocar seu capital de forma eficiente — isto é, a taxas elevadas e sem restrições de liquidez — é cada dia menor. Para contornar esse gargalo, seria preciso adquirir fatias cada vez maiores de empresas, ou até mesmo focar exclusivamente em aquisições integrais. Essas são soluções que, na prática, mudariam por completo a natureza e a estratégia de investimento que tornaram a Berkshire o que ela é.

Assim, o grande diferencial histórico que justificava o investimento na *holding* — a genialidade contracíclica na alocação de um capital extremamente ágil — deu lugar a um grave problema de escala e carregamento de liquidez. Com uma montanha de caixa que dificilmente encontrará destinos transformacionais a taxas de retorno elevadas, o conglomerado enfrenta uma inevitável compressão de seu retorno sobre o patrimônio no longo prazo. A Berkshire pode caminhar para se tornar um veículo de preservação de riqueza altamente defensivo, mas despido da opcionalidade de crescimento e da assimetria positiva que fundamentaram nossa tese original ao longo da última década.



Vale encerrarmos este relatório lembrando que toda e qualquer decisão de portfólio é relativa. As empresas nas quais investimos são parte de uma carteira que tenta, constantemente, oferecer a melhor relação de risco e retorno. Portanto, o encerramento do investimento em Berkshire também se deu porque tínhamos, e temos, outros nomes com um potencial de retorno mais elevado e um perfil de risco controlado. Especialmente uma vez que hoje, nesses níveis, não achamos que a companhia ofereça uma margem de segurança ampla o suficiente para justificar um investimento.



Projeta-se que o consumo global de eletricidade atribuído exclusivamente a data centers cresça 26% em 2026, atingindo o recorde de 565 terawatts-hora (TWh) — uma expansão acelerada pela infraestrutura de computação para IA. Desse total, servidores otimizados especificamente para Inteligência Artificial já representam 31% de toda a energia consumida pelos data centers em todo o mundo.

Fonte: Gartner Research (Infrastructure and Operations Forecasts)



No ano fiscal de 2025, a BNSF transportou um total de 9,62 milhões de unidades de carga (vagões e contêineres) em sua rede de mais de 53.000 quilômetros de vias. Somente o segmento de Produtos de Consumo foi responsável pelo transporte de 5,60 milhões de contêineres.

Fonte: BNSF LLC



Curiosamente, a ação BRK.A bateu recorde histórico absoluto de fechamento em 2 de maio de 2025 (US\$ 809.350) — literalmente um dia antes do anúncio da aposentadoria de Buffett. Depois do anúncio, as ações caíram 5% na segunda-feira seguinte, apagando mais de US\$ 30 bilhões em valor de mercado.

Fonte: Forbes



Segundo um estudo com 14.000 membros do Weight Watchers, cerca de 50% dos pacientes que consomem álcool antes de iniciar o uso de medicamentos da classe GLP-1 reduzem o consumo após começarem o tratamento. O Morgan Stanley estima que os medicamentos GLP-1 podem reduzir o consumo de álcool em até 75%. Cinquenta e quatro por cento dos americanos afirmam consumir álcool — o índice mais baixo desde o início dos registros, em 1939.

Fonte: Prof G Markets

"Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in corrections themselves."

- Peter Lynch

"To look for certainty is a symptom of a psychological need rather than an intellectual virtue."

- Carlo Rovelli

"Mr. Market is inherently crazy, but he provides immense opportunities if you know how to deal with him. He will show up every day offering you prices that are wildly detached from reality—either absurdly high or ridiculously low. Your job isn't to argue with him or follow his mood swings; your job is to politely decline when he's ecstatic and aggressively buy when he's depressed."

- Bryan Lawrence

"There will always be a reason to be terrified of the future. The trick is to focus on the cash flows, not the headlines."

- Shelby Cullom Davis

"Neither Redbox nor Netflix are even on the radar screen in terms of competition."

- Jim Keyes (CEO da Blockbuster) em 2008



O Fundo	Objetivo e Estratégia	Público-alvo
Nextep Global Equities Long Only Fundo de Investimento Financeiro (FIF) em Ações - Investimento no Exterior (IE) Responsabilidade Limitada (RL) é um fundo de ações que investe seus recursos primordialmente em empresas globais com horizonte de investimento de longo prazo. O fundo deverá aplicar parte significativa do seu capital em empresas negociadas no exterior.	O fundo tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas globais que apresentem combinações atraentes de atributos, tais como: (i) equipe de gestão competente e ética, (ii) interesses alinhados entre gestores, controladores e acionistas minoritários, (iii) excelentes modelos de negócios e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam ganhos absolutos substanciais em um horizonte de investimento superior a 5 anos.	Destinado a Investidor Qualificado. O Fundo é recomendado para investidores que busquem retornos absolutos substanciais em um horizonte superior a 5 anos e que estejam, portanto, dispostos a aceitar oscilações de curto e médio prazos.

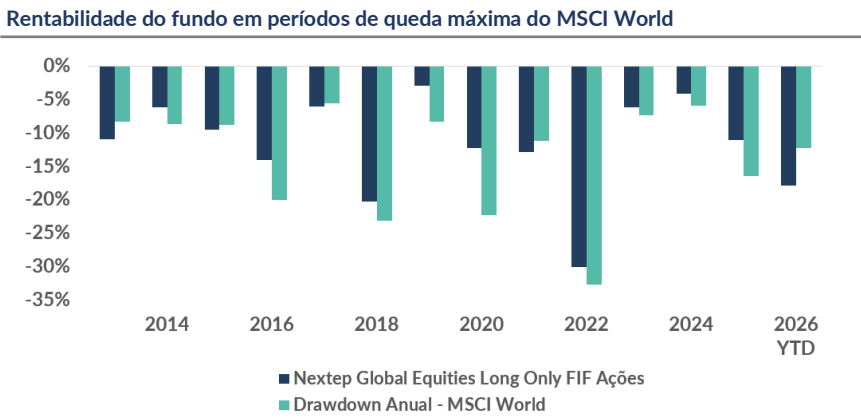
Desempenho histórico	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Anual	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2026	-6,29%	-4,58%	-8,89%	3,68%	4,16%	3,70%							-8,78%	2,56%	7,50%	-1,07%	6,84%
2025	1,61%	0,47%	-8,90%	0,18%	4,56%	-5,91%	1,95%	0,84%	2,20%	2,08%	2,14%	4,45%	4,89%	6,10%	33,95%	-6,70%	14,31%
2024	2,14%	9,50%	5,94%	-2,79%	4,43%	5,60%	2,32%	2,83%	-0,06%	0,96%	8,60%	3,25%	51,20%	48,94%	-10,36%	33,97%	10,88%
2023	3,29%	-0,80%	2,59%	0,17%	1,81%	-2,46%	2,24%	3,44%	-0,87%	-2,05%	5,60%	0,13%	13,55%	11,57%	22,28%	-2,75%	13,05%
2022	-6,63%	-1,78%	-7,31%	-6,12%	-3,75%	0,51%	6,71%	-4,27%	-6,49%	1,27%	5,95%	-2,84%	-23,12%	-23,39%	4,69%	3,66%	12,43%
2021	2,85%	8,23%	2,53%	-1,10%	0,72%	-6,06%	4,70%	1,29%	0,00%	9,69%	-4,68%	0,71%	19,26%	29,17%	-11,93%	17,66%	4,38%
2020	8,86%	-2,03%	6,30%	8,87%	-0,02%	0,51%	-0,52%	9,92%	1,39%	3,04%	2,42%	1,59%	47,42%	47,12%	2,92%	33,99%	2,76%
2019	2,33%	4,52%	4,74%	1,91%	-3,41%	3,34%	-1,38%	6,56%	0,99%	0,80%	8,69%	-3,93%	27,29%	30,23%	31,58%	9,06%	5,96%
2018	0,54%	-1,47%	1,33%	3,53%	7,06%	3,31%	-1,73%	7,66%	-1,84%	-9,66%	-0,22%	-2,96%	4,41%	4,88%	15,03%	22,16%	6,42%
2017	0,58%	1,01%	0,47%	2,68%	3,51%	1,49%	-3,04%	-0,25%	-0,79%	6,64%	1,41%	0,81%	15,18%	22,28%	26,86%	6,55%	9,93%
2016	-0,23%	0,13%	-4,70%	-2,92%	5,56%	-10,80%	4,12%	0,97%	-0,52%	-3,91%	2,47%	-2,75%	-12,84%	-13,65%	38,93%	-14,34%	14,00%
2015	0,59%	11,14%	10,44%	-4,22%	5,67%	-3,55%	11,19%	3,11%	7,24%	2,43%	-0,04%	0,11%	51,90%	45,03%	-13,31%	53,94%	13,24%
2014	0,31%	-0,87%	-1,23%	-0,48%	1,10%	-0,22%	1,53%	0,60%	5,85%	0,57%	8,42%	2,44%	19,06%	15,97%	-2,91%	16,38%	10,81%
2013¹	-	-	-	-	1,65%	2,35%	4,59%	3,44%	-6,05%	1,77%	4,21%	2,43%	14,87%	26,15%	-8,08%	15,67%	5,16%
Desde o início													515,41%	705,56%	209,08%	395,23%	244,21%

	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2026	-8,78%	2,56%	7,50%	-1,07%	6,84%
Últimos 12 meses	4,38%	14,16%	24,74%	1,83%	14,78%
Últimos 24 meses (anualizado)	6,72%	12,80%	18,23%	1,85%	13,46%
Últimos 36 meses (anualizado)	16,25%	20,67%	13,62%	8,67%	12,87%
Últimos 48 meses (anualizado)	13,09%	17,11%	15,14%	5,30%	13,05%
Últimos 60 meses (anualizado)	7,12%	10,79%	6,44%	7,77%	12,16%
Desde o início (anualizado)²	14,34%	16,64%	8,68%	12,53%	9,55%

Observações
(1) Fundo estabelecido em 28 de Maio de 2013.
(2) MSCI World considera a variação do dólar frente a moeda brasileira
(3) CPI + 2,5% considera a variação do dólar frente a moeda brasileira
(4) Dados utilizados para o CPI se referem a variação do mês anterior
(5) Os índices MSCI World, CDI, Ibovespa e CPI + 2,5% são de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo

Métricas de risco

	Últimos 36 meses			Últimos 60 meses		
	Nextep	MSCI World	Ibovespa	Nextep	MSCI World	Ibovespa
Meses positivos	27	24	21	39	36	34
Meses negativos	9	12	15	21	24	26
Maior queda mensal	-8,90%	-7,77%	-7,22%	-8,90%	-9,86%	-11,50%
Maior alta mensal	9,50%	8,68%	12,56%	9,69%	9,35%	12,56%
# Meses > MSCI World	13	-	-	23	-	-
# Meses < MSCI World	23	-	-	37	-	-
Volatilidade Anualizada	14,45%	12,65%	15,18%	16,67%	14,49%	17,60%
Correlação	-	0,3	-0,1	-	0,4	-0,2
Drawdown	-18,54%	-9,71%	11,56%	-29,20%	-29,12%	-22,29%



	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
jun/26	3,70%	1,69%	-0,33%	3,65%	1,12%
mai/26	4,16%	6,17%	-7,22%	2,69%	1,07%
abr/26	3,68%	4,62%	-0,08%	-3,15%	1,09%
mar/26	-8,89%	-5,65%	-0,70%	1,77%	1,21%
fev/26	-4,58%	-1,74%	4,09%	-2,09%	1,00%
jan/26	-6,29%	-2,05%	12,56%	-3,69%	1,16%
dez/25	4,45%	3,77%	1,29%	2,63%	1,22%
nov/25	2,14%	-0,77%	6,37%	-0,59%	1,05%
out/25	2,08%	3,07%	2,26%	1,52%	1,28%
set/25	2,20%	1,15%	3,40%	-1,49%	1,22%
ago/25	0,84%	-0,70%	6,28%	-2,70%	1,16%
jul/25	1,95%	4,41%	-4,17%	3,69%	1,28%
Últimos 12 meses	4,38%	14,16%	24,74%	1,83%	14,78%

Composição setorial / Concentração da carteira

Setor			Exposição
Consumo Discricionário	25,8%	Segmento de Luxo	12,2%
		Serviços de Viagens	9,4%
		Varejo Especializado	4,2%
Serviços Financeiros	25,8%	Dados Financeiros	10,0%
		Serviços de Crédito	8,9%
		Seguros	6,9%
Tecnologia	31,8%	Internet e Serviços de Informação	23,7%
		Software—Infraestrutura	8,1%
Serviços de Comunicação	6,0%	Entretenimento	6,0%
Imobiliário	3,9%	Construção Civil	3,9%
Total			93,3%
Caixa e Equivalentes de Caixa			6,7%

5 maiores posições	50,8%
Demais posições	42,5%
Total	93,3%
Caixa e Equivalentes de Caixa	6,7%

Patrimônio Líquido (R\$ mil)	
PL atual do fundo	24.631
PL médio do fundo nos últimos 12 meses	36.189
AUM atual da gestora	422.774
AUM médio nos últimos 12	412.796

Aplicação mínima inicial

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Valor mínimo para movimentação

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Saldo Mínimo de Permanência

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Horário limite para movimentação

14:30h

Conversão de cotas na aplicação

D + 1 da disponibilidade dos recursos

Resgate

- Solicitação do resgate: diária
- Pagamento do resgate: 3 dias úteis após a conversão de cotas
- Conversão de cotas no resgate: 10 dias úteis contados da data do pedido do resgate, ou o primeiro dia útil subsequente, caso a referida data não seja dia útil

Taxa de administração

- 1,6% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo
- Provisionada diariamente e paga mensal-mente

Taxa de performance

- 15% sobre o ganho que exceder o MSCI World em reais
- Provisionada diariamente e paga semestral-mente

Tributação

- IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate

Categoria ANBIMA

Ações Investimentos no Exterior

Conta do fundo (para TED)

Banco BNY Mellon – 17
Ag. 0001 – cc 1123-1
Nextep Global Equities Long Only FIF Ações – IE RL
CNPJ 17.703.320/0001-00

Gestor

NEXTEP Investimentos Ltda.
Tel: 21 2540.8210
www.nextepinvestimentos.com.br
faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

Administrador

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. República do Chile, 330–Torre Oeste–14º andar, Rio de Janeiro, RJ – CEP 20031-170
Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):
Tel: 21 3974.4600
www.bnymellon.com.br/sf
Ouvidoria:
Tel: 0800 725.3219

Custodiante

Banco BNY Mellon S.A.

Auditor

KPMG





faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

www.nextepinvestimentos.com.br

