

“IF DATA IS THE NEW OIL, THEN CHINA IS THE NEW SAUDI ARABIA”¹

Missão, propósito, manifesto, cultura, disrupção, ecossistema, ping-pong, chef, vegano, *agile*, *squad*. A cultura do Vale do Silício tem apresentado uma nova forma de fazer negócios. Executivos do mundo todo visitam a região como se fosse uma atração turística. Se beberem da fonte, todos vão entrar no portal para esse universo de transformação.

O Vale é resultado de uma Revolução Cultural ocorrida nos anos 60. A contracultura semeada pelo movimento hippie validou um ideário que apregoava o novo como fim em si mesmo. Esta corrente funcionou como uma força gravitacional de inovadores nas décadas seguintes e acabou por misturar-se a uma cultura nerd surgida a partir da explosão e democratização dos computadores pessoais. Neste ambiente, passou-se a abraçar ideologicamente o conceito de servir o bem da humanidade antes de gerar lucros. Surge o tal do propósito e o sentimento de missão que aglutina a estamina necessária para buscar resolver supostas missões impossíveis.

O mundo tem chamado as transformações gestadas a partir do Vale do Silício de Revolução Tecnológica. Uma espécie de nova Revolução Industrial, tal qual ocorreu na Inglaterra do século XVIII e em diversos países ocidentais em meados do século XIX. Historicamente, estes períodos foram seguidos de crescimento econômico e ganhos exponenciais tanto de produtividade como de bem-estar. Em um primeiro momento a nova tecnologia monopoliza e concentra ganhos financeiros, criando riquezas desproporcionais. No segundo momento, a tecnologia democratizada - muitas vezes via regulação antitruste - alastra-se globalmente e os ganhos privados diminuem, tornando-se amplamente compartilhados com a sociedade. Nesse mundo analógico, o tempo entre a explosão de criatividade e a amortização de seus benefícios era mais longo. Demorava até o campo ficar nivelado para a competição e a execução se transformar no principal instrumento de diferenciação.

O idílico Vale do Silício contemporâneo demonstra pitadas de arrogância. A obsessão pela inovação contaminou o empreendedor com a crença de que, ao invés de construir um negócio, seu projeto seria a elaboração de uma obra de arte. O virtuoso deve se isolar para criar sua obra prima, como se o futuro da humanidade dependesse dele. Por esta cultura ter sido vanguardista e propulsora de negócios gigantescos, existe um certo constrangimento em copiar ideias, produtos e processos. Em contraposição, nasce na China um modelo de implementação tecnológica muito mais parecido com o capitalismo original: competitivo, maximizador de lucros, despropositado, buscando servir os melhores interesses do consumidor - seja lá o que o consumidor acredita ser seu maior interesse.

Existe uma diferença cultural entre o ocidente e o nascente ecossistema chinês. O pensamento ocidental tradicionalmente vê a China como mercado protegido para campeões nacionais escolhidos pelo Estado centralizador. Não poderia ser mais diferente. O sucesso chinês na era digital é fruto de um processo capitalista ferrenho, onde a cópia é uma prática aceitável e a competição só acaba quando exterminam-se os concorrentes. São mandados às favas os escrúpulos e as batalhas são de vida e morte. Estão sendo criados empreendedores ágeis, espertos e práticos que podem ser o segredo para a China monetizar a era da Inteligência Artificial antes de todos. Sem contar que a ética de trabalho chinesa coloca os *hippie-geeks* americanos que cultuam o estilo de vida como o epitáfio de uma carreira bem sucedida em uma desvantagem significativa².

¹ Kai-Fu Lee, ex-CEO do Google China e fundador do fundo de *venture capital* chinês Sinovation Ventures. Boa parte das reflexões desta seção foram inspiradas em seu livro mais recente: *AI Superpowers: China, Silicon Valley and the new world order*

² A prática tradicional nas startups chinesas está centrada em uma rotina de trabalho definida como 9/9/6: De 9:00 às 21:00, 6 dias por semana

A adoção das novas tecnologias é melhor executada nessa dinâmica acelerada do *copycat* descarado, sem amarras ideológicas, que colide ideias e processos diariamente. Apesar de tratada como inferior pelos pares ocidentais, como um falsificador de bolsas de grife 2.0, parece dar suporte a um amplo movimento de integração entre o online e o offline.

Um bom exemplo dos efeitos que este modelo de competição feroz pode exercer sobre a sociedade se deu na guerra entre as empresas de compras coletivas que ficou popularmente conhecida como “*Thousand Groupon War*”. O hábito de organizar grupos para a negociação de produtos já era prática comum na China muito antes do boom dos smartphones. Sem os recursos tecnológicos, consumidores reuniam-se fisicamente para barganhar em salas de conferência com fornecedores de produtos e serviços. Entretanto, com o advento da conectividade massificada, e o surgimento do Groupon nos EUA em 2008, não demorou para a cultura do offline migrar para o online. A guerra por mercado atingiu proporções épicas. Entre 2010 e 2011 surgiram 5.000 companhias neste formato, todas abertamente disputando o cliente chinês. Neste período inicial, nem mesmo os principais operadores atingiram um nível de lucratividade mínimo no segmento.

Após uma guerra ferrenha, dois competidores sobreviveram: Dianping e Meituan. A Meituan havia iniciado como réplica exata do Groupon e até mesmo o layout e cores do seu site eram similares ao do par americano. Porém, a grande sacada foi, a partir da criação de uma base de clientes significativa, concentrar esforços na conversão e aprofundar a oferta de produtos³. Depois de vencer a guerra no segmento de entrega de comida, o Meituan avançou para outras categorias do varejo. Em contrapartida, o Dianping iniciou suas operações como uma espécie de Yelp chinês, onde usuários registravam comentários e avaliações de restaurantes. A companhia aventurou-se no mercado de compras coletivas durante o *boom* e, após o estouro da bolha, se recolheu disciplinadamente ao seu mercado original, verticalizando suas atividades para realizar entregas.

Tendo sobrevivido à longa guerra por *market share* do sedutor mercado de compras em grupo, as duas empresas adaptaram seus modelos de negócios para segmentos mais sustentáveis e acabaram unindo as operações em 2015. A companhia que emergiu dessa fusão soube aproveitar os clientes adquiridos para lançar novas verticais de produtos e serviços. Exemplo da força do *cross-selling*, a Meituan Travel⁴ hoje realiza cerca de 45% das reservas de hotelaria da China⁵, desbancando a pioneira Ctrip⁶ que conservadoramente se concentrou apenas na vertical original. Apesar de um caminho tortuoso e da queima de capital, a violenta competição levou a um resultado final positivo para os sobreviventes. A Meituan-Dianping atualmente é avaliada em US\$40 bilhões, aproximadamente oito vezes mais que a soma do valor de mercado do Yelp e do Groupon. Neste caso, a cópia saiu melhor do que o original.

A China vem atravessando a ponte do século XX para o XXI em velocidade acelerada. Tendo como condição precedente um processo de adoção da internet que se massificou através do uso de smartphones, surgem os primeiros SuperApps, integrando centenas de milhões de pessoas em uma plataforma única. Consolidam desde o pedido de comida, a comunicação pessoal e coletiva, jogos online, pagamentos, compras e por fim o massificado mercado de serviços. Nesse processo, dados do mundo real são coletados em escala e assimilados em tempo real pelas verticalizadas empresas vencedoras, resultando em um *data lake* muito mais rico que a coleta de *likes* e termos de busca realizada pelas empresas ocidentais. Munidas desses dados as empresas chinesas adaptam suas soluções,

³ O sucesso foi tal que atualmente cerca de 20 milhões de pessoas utilizam o aplicativo diariamente

⁴ Plataforma integrada de viagens, lançada oficialmente no início de 2017

⁵ E possui *overlap* de aproximadamente 80% da base de clientes com o segmento de alimentação

⁶ Curiosamente Neil Shen, gestor da Sequoia na China e um dos cofundadores da Ctrip, foi o único participante das rodadas iniciais de investimento tanto da Dianping quanto da Meituan através dos fundos da Sequoia. Hoje é diretor independente da Ctrip e também participa do board da Meituan-Dianping

entram e saem de mercados de forma pragmática, moldam as preferências de compra dos seus clientes, e por fim, aprofundam seus elos conectivos com todos os eixos da vida dos seus consumidores.

“BRASIL! / MOSTRA A TUA CARA / QUERO VER QUEM PAGA / PRA GENTE FICAR ASSIM”⁷

A evolução chinesa no século XXI demonstrou o quão rápido um país emergente pode ser na adoção de tecnologias transformacionais na era digital caso aceite a marcha rumo a um capitalismo meritocrático.

No caso brasileiro, este processo schumpeteriano ainda parece estar engatinhando. Um dos benefícios de ser capitalista em país subdesenvolvido e fechado do ponto de vista comercial, é que as mudanças tendem a ser mais lentas. A escassez de capital, a burocracia, a regulamentação excessiva e a complexidade fiscal e logística funcionam como barreiras que dificultam a movimentação das empresas novas. No entanto, a convergência do físico para o virtual e a criação de um mercado disposto a financiar novos empresários no Brasil deixa os incumbentes em estado de alerta.

Depois de longa hibernação, finalmente o ecossistema empreendedor brasileiro acordou nos últimos anos. Existem novas empresas rompendo com o *establishment* a partir de culturas corporativas modernas e acesso a capital. XP Investimentos, Banco Inter, Stone, Arco Educação e 99 Taxi são apenas alguns dos primeiros exemplos. Além disso, as gigantes e lentas multinacionais que no passado sofriam ao tentar ganhar *market share* no mercado brasileiro, hoje são melhor representadas pelas grandes potências tecnológicas. O avanço do Google e da Netflix sobre o monopólio de mídia tradicional exercido pelo Grupo Globo, a despeito de sua hegemonia econômica e desproporcional força política, é um retrato desta realidade.

Do lado oposto, vemos algumas empresas estabelecidas admitindo que o mundo passa por mudanças significativas e tentando adaptar melhores práticas à realidade local: Shopping Centers se associando com novos *players* de logística em grandes cidades, varejos tradicionais apostando na omnicanalidade, empresas de software estabelecidas gerando novas unidades de negócios como pagamentos, e os próprios bancos com o processo de digitalização e redução da presença física.

Apesar da direção correta, existem nuances significativas entre a vontade e a prática. Recentemente fomos surpreendidos pela incapacidade das adquirentes estabelecidas de impedir a entrada de concorrentes que nasciam essencialmente como ideias e narrativas bem contadas, sem diferenciação de produto significativa. Em determinado momento, tiveram a chance de esmagar os novos competidores, mas não foram capazes de sacrificar o lucro de curto prazo. Talvez até tivessem esta disposição, mas a letargia institucional não permitiu que executassem a estratégia.

O inchaço e a falta de lubrificação nas estruturas tradicionais tornam qualquer mudança um grande desafio. Sistemas legados, que no passado permitiam grandes vantagens de escala, viram um fardo, um custo que os novos entrantes simplesmente não têm. A capacidade de atração de talentos também é tolhida em empresas mais antigas: prefere-se trabalhar por um sonho em uma empresa nova que por um salário fixo em uma função despropositada.

Darwin nos ensinou que sobrevive aquele que tem capacidade de se adaptar. Entretanto, quando o ecossistema passa por uma mudança muito drástica, poucos dos que viviam no ambiente antigo possuem os recursos adaptativos corretos para continuarem prosperando. Dinossauros, mesmo que atentos ao risco de extermínio, ainda são dinossauros.

⁷ Trecho da música “Brasil”. Autoria de Cazuza, George Israel e Nilo Romero

PERSPECTIVAS

“O PASSADO NÃO RECONHECE O SEU LUGAR. QUER ESTAR PRESENTE”⁸

Quando questionados se estamos otimistas com o momento atual do país, a frase do imortal Cony⁹ vem imediatamente à cabeça: “o otimista é um mal informado”. Ao mesmo tempo, depois de experimentar um dos ciclos mais recessivos da história da economia brasileira, é razoável estarmos ao menos mais construtivos. Cenário consensual entre investidores locais nos dias de hoje. Apesar da sedução inerente de possuir visão diferente do consenso, o mesmo, na maior parte das vezes, teima em estar certo.

Se em média detivemos por volta de 25% em caixa nos primeiros oito anos do fundo, desde o ano passado estacionamos valor irrisório em títulos curtos do governo. Até porque ao contrário do passado quando recebíamos altos retornos acima da inflação em aplicações de renda fixa pós-fixada, hoje a fotografia é diferente. Aumenta-se muito o custo de não estar alocado em risco.

Somos alocadores de longo prazo na classe de ativo ações Brasil. Acreditamos na mesma como potencial geradora de bons retornos ao longo do tempo. Nesse sentido, a construção do portfólio deveria obedecer a uma lógica invertida: se não temos razão forte para não estar investidos, ficaremos comprados em parte relevante do portfólio. Nossa baixa alocação entre 2009 e 2016 foi derivada de uma percepção especialmente negativa do ciclo econômico. Situação, nesta magnitude, pouco comum quando observados períodos históricos longos. Aqui, ocorrem às vezes algumas dúvidas acerca da nossa característica básica enquanto investidores: seríamos uma casa *bottom-up* ou *top-down*? Gostamos da saída postulada por Seth Klarman¹⁰: “*we worry top down, but we invest bottom-up.*” Nossos investimentos sempre serão feitos a partir de um escrutínio profundo das empresas (*bottom-up*), mas entendendo que ciclos recessivos acentuados desestabilizam a economia a ponto de afetar os fundamentos micro dos negócios. A saída de um regime populista de esquerda é traumática. O necessário re-baseamento da demanda artificialmente criada remove o bem-estar fragilmente conquistado pela sociedade. Alguns anos são necessários para que todo o capital mal alocado seja absorvido.

Definitivamente não incorporamos visão ingênua de que o Brasil vai finalmente cumprir seu destino profético de ser o país do futuro. Obviamente existe espaço enorme para melhorar a eficiência dos gastos primários, seja através de reformas potenciais de itens que consomem muito orçamento e subsidiam famílias afluentes (reforma da previdência), seja por um aumento de produtividade do setor público, ou em menor escala pela diminuição da corrupção. Mas enxugar a burocracia para padrões de país civilizado parece tarefa extremamente desafiadora politicamente. Seria enorme ilusão esperar que o ajuste das contas públicas será feito somente por meio de cortes de despesas, e não pelo tradicional aumento de impostos.

Porém, enxergando o mesmo tema por uma ótica mais positiva: quando se trata de política fiscal, funções exponenciais tipicamente se autocorrigem. Ou se escolhe equilibrar as contas, ou explode. Ao contrário de nossos vizinhos argentinos, o Brasil flertou diversas vezes com o precipício, mas nunca se atreveu a pular. Seja por possuir instituições mais parrudas, ou simplesmente pela forte presença de um centro político auto interessado e convergente com a agenda de bem-estar econômico da nação durante períodos de caos social.

Desde o início do segundo mandato da presidente Dilma, continuado por Temer, avançou-se em tentar buscar uma aproximação entre gastos e receitas. Depois da irresponsabilidade de testar todos capítulos no livro texto da

⁸ Mário Quintana. Poeta e jornalista brasileiro

⁹ Carlos Heitor Cony. Jornalista e escritor brasileiro, membro da Academia Brasileira de Letras a partir de 2000

¹⁰ Fundador da Baupost, um dos grandes investidores dos séculos XX e XXI

heterodoxia econômica, com a roupagem de um certo novo desenvolvimentismo, os agentes econômicos recuperaram a disciplina e convergiram para o extremo da ortodoxia.

Neste contexto, observando o ciclo privado percebe-se um potencial de recuperação enorme. A desalavancagem das empresas e das famílias já aconteceu. Nada como um inverno rigoroso para que a inércia seja desafiada. O grande ajuste em custos e despesas, efetuado pelas empresas em nome da sobrevivência, demonstrou-se surpreendente e pode render frutos interessantes à medida que a economia se recupere. Em cima de tudo isso, por ora a competição mostra-se fraca, seja pelas multinacionais que foram seguradas por suas matrizes assustadas ou pelos concorrentes nacionais que saíram do jogo.

Por outro lado, deve-se atentar contra falsas oportunidades e armadilhas que se apresentarão neste novo ciclo. Apesar do potencial crescimento e do carregamento interessante, a revolução digital pode deixar alguns lentos incumbentes pelo caminho. Mesmo que o impacto seja moroso, o mercado tende a antecipar este movimento no preço das ações. Segmentos com *profit pools* gigantes são presas cobiçadas pelos desafiantes. Aqui vale a lembrança de que o segredo para compor retornos ao longo do tempo não passa por ser brilhante, mas evitar cometer erros significativos. A Cielo, que por muitos anos foi uma posição importante do fundo e nos rendeu excelentes resultados, iniciou um processo de destruição de valor acelerado com o início recente de um processo competitivo mais ferrenho. Outros setores representativos dentro do índice Ibovespa podem estar na fila.

Uma piada conta que estavam reunidos um francês, um inglês e um russo admirando a belíssima pintura de Adão e Eva nos jardins do Éden dentro do Museu do Vaticano. O francês com sua ironia é logo o primeiro a falar: “Eles devem ser franceses, estão pelados e comendo uma fruta”. O inglês responde como um *Lord*: “Logicamente são ingleses. Observe como são educados e o homem oferece uma fruta à mulher”. O russo de bochechas vermelhas encerra logo a discussão: “São russos, certamente! Eles não têm nada para vestir, nada para comer e ainda pensam que estão no paraíso.”

Como o russo, ainda não temos muito para vestir ou para comer, mas começamos a nos sentir mais próximos do paraíso. Sentimento perigoso dado o número de incertezas no plano microeconômico e o caminho tortuoso para a aprovação de difíceis reformas estruturais. Vale lembrar que o cemitério de investidores locais é cheio de homens fiéis ao *status quo* ou que acreditaram demais no Brasil.