

“HOW MANY PEOPLE ARE TRAPPED IN THEIR EVERYDAY HABITS: PART NUMB, PART FRIGHTENED, PART INDIFFERENT? TO HAVE A BETTER LIFE WE MUST KEEP CHOOSING HOW WE ARE LIVING”¹

Uma antiga história conta que certa noite os rabinos de uma aldeia ficaram debatendo até a madrugada sobre a existência de Deus. Após uma longa discussão, chegaram à temida conclusão de que Deus não existe. Todos foram dormir exaustos e decepcionados com a nova descoberta. Ao amanhecer, um dos rabinos saiu de seu quarto e surpreendeu-se ao encontrar um dos seus pares realizando a tradicional liturgia do período matinal. Logo, indagou: “Nós não havíamos concluído que Deus não existe?” Igualmente perplexo com a pergunta, o outro rabino respondeu: “O que Deus tem a ver com isso?”

Hábitos são incorporados ao cotidiano como se fossem tão naturais quanto o ar que respiramos. Na atividade de investimento, assim como em qualquer outra área, influenciam processos e resultados. O perigo, principalmente após um período favorável, é subestimar a aleatoriedade da natureza e acreditar que todo o sucesso pode ser explicado por costumes fielmente praticados.

Internamente, cultivamos o hábito de atribuir um peso desproporcional a eventuais cenários negativos. Das últimas dez armadilhas de investimento em empresas brasileiras, devemos ter encontrado pelo menos cinquenta. Em uma fase do ciclo de investimentos que coincidiu com um péssimo momento do país² essa característica demonstrou-se positiva, e conseguimos obter um bom desempenho tanto do ponto de vista absoluto quanto relativo aos índices de mercado.

Durante esse período, evitar os grandes erros foi mais importante do que encontrar os investimentos bem sucedidos³. Afinal, empresas com modelos de negócios insustentáveis se provam inviáveis relativamente rápido quando não há capital em excesso para financiar seus grandes sonhos.

Seria confortável continuar seguindo a disciplina de hábitos mentais e culturais que funcionaram até aqui. Mas será que em um ciclo econômico mais positivo ao desenvolvimento de negócios o nosso *framework* mental de aversão ao risco continuará funcionando?

“THE ONES WHO GO BROKE IN THIS SITUATION ARE OF TWO TYPES: THE ONES WHO KNOW NOTHING AND THE ONES WHO KNOW EVERYTHING”⁴

A atenção a modelos empresariais falhos é, por definição, um traço relevante para evitar grandes erros de investimento e, conseqüentemente, compor capital ao longo do tempo. Entretanto, um excesso de ceticismo, que questione em demasia o longo prazo, pode levar a uma performance abaixo do retorno do mercado caso o consenso de estabilidade econômica se materializar ao longo dos próximos anos. Nestas circunstâncias, os investidores com mais apetite a risco serão naturalmente favorecidos.

¹ Albert Einstein

² Que praticamente coincidiu com o início do nosso fundo em Outubro de 2009

³ Apesar da crítica comum de que todos os fundos possuem as mesmas posições, conseguimos uma certa diferenciação por posições nas quais o fundo não investiu. Como exemplos, podemos citar os “não-investimentos” em: ações do grupo X, ações do setor elétrico pré-MP579, o setor de real estate entre 2013 e 2015 e uma diversidade de IPO’s que deram bastante errado

⁴ Henry Kauffman, ex-diretor do extinto banco de investimentos americano Salomon Brothers

Dificultando ainda mais a nossa tarefa como gestores, passados quatro anos desde o início da maior crise econômica brasileira da história recente, a extensa lista da UTI corporativa fez o papel de educar o mercado sobre os perigos de investir em negócios mais vulneráveis. Hoje, munido de um filtro quantitativo básico, qualquer analista é capaz de apontar quais empresas brasileiras são realmente bem administradas, possuem fluxo de caixa estável e uma gestão que preza por uma alocação de capital racional. Como os exemplos desse tipo de negócio listados em bolsa são muito limitados, seus retornos prospectivos tornaram-se deprimidos e homogêneos. Assim, o rebalanceamento da carteira entre empresas tradicionais de alta qualidade transformou-se em uma atividade mais complexa do que nos anos iniciais do fundo.

A necessidade de nos adaptarmos ao novo cenário nos força, pelo menos temporariamente, rumo a uma maior exposição quando comparada ao nosso histórico. Também percebemos oportunidades em empresas mais arriscadas que evitamos ao longo do último ciclo de destruição de capital, mesmo compreendendo que a alocação nestes negócios incorpore ao portfólio um nível de volatilidade superior ao que nos acostumamos nos últimos anos. Esperamos ser adequadamente compensados pelo potencial de retorno em caso de concretização de um cenário mais otimista. Se antes só enxergávamos riscos, atualmente vemos algum risco de sermos positivamente surpreendidos.

Assim como no conto do início da carta, a repetição de um hábito cômodo por um período prolongado pode nos cegar. O único antídoto é uma reflexão constante a cada passo.

“UBER, THE WORLD’S LARGEST TAXI COMPANY, OWNS NO VEHICLES. FACEBOOK, THE WORLD’S MOST POPULAR MEDIA OWNER, CREATES NO CONTENT. ALIBABA, THE MOST VALUABLE RETAILER, HAS NO INVENTORY. AND AIRBNB, THE WORLD’S LARGEST ACCOMMODATION PROVIDER, OWNS NO REAL ESTATE. SOMETHING INTERESTING IS HAPPENING”⁵

Em 1898 um grupo de intelectuais se reuniu em Nova Iorque para discutir o futuro das grandes metrópoles nos 100 anos seguintes⁶. Naquele distante período a cidade já fervilhava em termos de empreendedorismo e inovação, com a construção do primeiro trem elevado, o metrô e os primeiros arranha-céus.

O time de especialistas, após um colóquio curto e confuso⁷, resignou-se a uma conclusão sombria. Nos 80 anos anteriores, Nova Iorque saía de 60 mil para 1,2 milhões de habitantes. Se a velocidade de crescimento continuasse, mesmo em ritmo mais lento, questionava-se como todas as pessoas andariam pela cidade. Os cavalos, o principal meio de transporte, eram um problema à época. Deixavam um enorme rastro de sujeira pelas ruas e representavam um grave problema sanitário. O número de cavalos mortos retirados das ruas era colossal. As perspectivas eram aterrorizantes. A cidade viraria um grande esgoto a céu aberto e, na virada do século, estaria completamente destruída.

O que os especialistas falharam em perceber foi que, em alguns anos, a popularização do automóvel revolucionaria a dinâmica de transporte das metrópoles. Obviamente outros problemas surgiram decorrentes do acelerado crescimento da população, mas a cidade não colapsou em uma montanha de sujeira.

Descobertas científicas são abraçadas pela sociedade e, em seguida, adotadas ao nosso cotidiano quando passam no difícil teste da viabilidade econômica em escala. Estes avanços são muito discutidos e até mesmo antecipados. A parte delicada da equação é ser capaz de refletir sobre todas as dimensões e avaliar os efeitos não primários.

⁵ Para mais, ver: <https://goo.gl/WAW42H>

⁶ Para mais, ver: <https://goo.gl/NfCToh> e <https://goo.gl/tEj6bP>

⁷ A conferência havia sido planejada para durar dez dias, mas após os três primeiros não terem produzido qualquer resultado prático, os participantes começaram a desistir e debandar em massa

Na estabilidade do pós-guerra, e a partir da respectiva ascensão da classe média, uma ruptura tecnológica influenciou um ciclo virtuoso que permitiu o fortalecimento de grandes marcas de consumo. O nascimento da televisão, e sua imediata ascensão ao centro da vida familiar, criou marcas nacionais que se inseriram dentro da cultura popular. Toda uma indústria criada a partir da Madison Avenue⁸ se dedicou por décadas a criar um algoritmo influenciador do desejo do consumidor. A preocupação com a qualidade do produto estava longe das prioridades. O consumidor, sem muita opção no ponto de venda, seduzido e programado para desejar as famosas marcas aspiracionais, tornou-se o cliente dos sonhos.

Nesse processo, foram construídas franquias com altas margens e grande capacidade de repassar preços. Foi nesse ambiente que Warren Buffett e Peter Lynch colocaram os ensinamentos de Phil Fisher⁹ para funcionar, obtendo resultados extraordinários ao comprar “excelentes empresas por preços justos”.¹⁰

Como exercício, assumindo uma taxa de desconto de 6% real, um negócio que aumenta preços 1% acima da inflação por um longo período, mesmo em um cenário de margens constantes, deveria ter um múltiplo de lucro cerca de 20% mais alto¹¹. Sem contar que uma empresa que repassa preços acima da inflação com o mínimo de disciplina tende a ganhar margem ao longo do tempo. Neste caso, o crescimento dos resultados é alcançado sem investimentos marginais significantes, e ainda por cima diluindo despesas fixas, o que significa que a companhia pode pagar aos acionistas (como *buy-back* ou dividendo) todo fluxo de caixa produzido no ano, ao passo que gera uma apreciação de capital superior aos 1% de crescimento real da receita. Foi nesta toada que as famosas queridinhas de consumo como Coca-Cola, Pepsico, P&G, Kraft, Unilever, entre outras, foram construídas.

Durante um longo período de prosperidade, o mundo se encantou pelo estilo de vida ocidental e estas grandes multinacionais se aproveitaram por décadas da força de suas marcas não apenas em seus países de origem. Uma estratégia de marketing global era capaz de impactar de forma homogênea diferentes consumidores em culturas teoricamente distintas.

Os últimos anos guardam certa similaridade com os eventos do pós-guerra que catapultaram essas empresas e permitiram a criação de verdadeiras gigantes. A diferença é que desta vez os antigos vencedores estão mais para caça do que caçador. A revolução digital, que no início aparentemente mudaria apenas a forma como compramos e recebemos nossos produtos, começa a interferir em questões inesperadas. O varejo tradicional não é o único alvo desta transformação.

A capacidade de invadir e conquistar mercados sem a necessidade de grandes recursos financeiros rapidamente se tornou comum. O avanço tecnológico permitiu a criação do conceito de empresa plataforma. São empresas que viabilizam a infraestrutura para interações entre produtores e consumidores. Totalmente abertas, com modelo de negócio participativo, conectam ecossistemas inteiros. São responsáveis por estabelecer regras e condições de funcionamento para o novo mercado e na medida que ganham escala, criam uma nova oferta que alimenta uma demanda adormecida intocada por qualquer *player* analógico. O sonho de todo capitalista. Esta ascensão já abalou negócios clássicos como o táxi, o varejo físico, hotéis e a mídia tradicional¹².

As grandes empresas de consumo e suas marcas, até pouco tempo intocáveis, não conseguem mais se esconder. Quem imaginaria dez anos atrás que a Gillette, de 2010 até 2016, sairia de uma posição de *market share* nos Estados Unidos de 70% para 54%¹³ e este ano seria obrigada a promover uma grande redução de preços depois de

⁸ Madison Avenue está para o mercado de publicidade assim como Wall Street está para o mercado financeiro

⁹ Para mais, ver o livro: *Common Stocks, Uncommon Profits*, Phil Fisher

¹⁰ “It is better to pay a fair price for a great company, than a great price for a fair company.” - Warren Buffett

¹¹ Considerando uma estrutura de capital sem alavancagem e fazendo comparação relativa a uma empresa que só repassa inflação

¹² Para mais, ver o livro: *Plataforma - A Revolução da Estratégia* (Geoffrey Parker, Marshall Alstyne, Sangeet Choudary)

¹³ Dados de acordo com matéria do WSJ. Para mais, ver: <https://goo.gl/pSH9sA>

décadas de repasses acima da inflação? Ou que a Amazon em pouco tempo lançaria sua marca própria para ganhar rapidamente 30% do mercado de pilhas na internet?

O produto medíocre que estava escondido atrás de uma marca forte, dependente apenas de uma estratégia de marketing massificada e acesso ao ponto de venda, agora se vê competindo em um ambiente selvagem. As avaliações dos usuários são a utopia dos libertários, impondo uma transparência radical no processo. As grandes empresas que historicamente exerciam sua influência sobre a mídia tradicional como principais anunciantes, perderam o controle do processo. A partir de uma plataforma de *marketplace* e mídias digitais abre-se a possibilidade de novos produtos virem de qualquer lugar. Em um ambiente interconectado, permeado por algoritmos que aprendem rapidamente, a jornada do cliente nunca esteve tão controlada.

Nesse ecossistema, o nível de investimento para tornar uma marca conhecida diminui assustadoramente e escala não é mais elemento crítico. Inclusive, já vemos modelos que nasceram online, como Bonobos e Warby Parker, e que posteriormente acrescentaram com competência a experiência offline. Suas lojas físicas viram despesas de marketing, reforçando a marca e acelerando a expansão. Curioso que mesmo sem uma expertise de varejo físico apresentam uma experiência diferenciada de consumo visivelmente superior aos negócios já estabelecidos do varejo. Nesse caso a liberdade da inexperiência e a ausência de hábitos enraizados por décadas torna-se vantajoso.

A tecnologia de voz também altera a forma de se relacionar com as marcas. Ao pedir um produto pela Alexa¹⁴ a experiência da embalagem, da estratégia de preço e do posicionamento na gôndola é rompida. São bilhões de dólares despejados para impactar uma geração inteira de consumidores sendo destruídos. Pesquisas já demonstram que os termos de buscas de produtos associados a marcas, seja no Google ou na Alexa, vem diminuindo a passos largos. A Amazon, com todo conhecimento que tem dos clientes, será capaz de sugerir rapidamente a melhor oferta baseada em critérios como gosto, hábitos e preço, enquanto atribui pouco peso para o fator marca¹⁵.

Atualmente, mais de 50% dos consumidores online americanos iniciam sua busca por produtos dentro da própria Amazon¹⁶. Já superaram as tradicionais ferramentas de busca como o Google, mesmo tendo uma presença ainda tímida no gigantesco mercado de alimentos¹⁷. Não será surpresa se ao longo dos próximos anos parte relevante das despesas de *trade* e marketing das empresas de consumo for canalizado para a varejista online.

Na China o conceito está ainda mais adiantado. O Alibaba já inaugurou 13 supermercados de vizinhança com a marca Hema. Incorpora perfeitamente o conceito do novo varejo representando a integração do online, offline, logística e dados¹⁸. A experiência começa com o download de um app já conectado ao meio de pagamento da própria empresa. Dentro de um raio de 3 quilômetros as entregas são feitas em 30 minutos e podem ser compradas desde marcas tradicionais até produtos frescos de pequenos produtores. A experiência é diferente de tudo já visto. Todos os itens são facilmente escaneados dentro da loja e entregues no local mais conveniente. Na medida que o banco de dados vai sendo criado, a possibilidade de influenciar o processo de escolha do consumidor aumenta exponencialmente.

Em termos de alocação de capital, os tempos de comprar empresas com marcas fortes e sentar na sombra esperando os retornos comporem podem estar no fim. Entretanto, devido à queda de juros e expectativas de

¹⁴ Alexa é a assistente virtual lançada pela Amazon em 2014. Através de algoritmos de inteligência artificial é possível apenas com a voz realizar tarefas como tocar música, ligar para alguém e, claro, comprar produtos na Amazon

¹⁵ Argumento feito pelo professor de NYU Scott Galloway. Para mais, ver vídeo no link: <https://goo.gl/VW8d4c>

¹⁶ Fonte: Bloomberg Technology - <https://goo.gl/Cisg7Y>

¹⁷ Com o aumento da presença no segmento de alimentos, intensificado após a compra da Whole Foods, mais um segmento do varejo pode ser impactado

¹⁸ Para mais, ver filme no link: <https://goo.gl/13rcJe>

fusões, os múltiplos das grandes empresas de consumo atingiram recordes históricos. Vale ressaltar que em muitos casos estamos vendo repasses de preços de 0% em termos nominais (queda de 2% ao ano em termos reais) ao mesmo tempo em que os volumes também caem. Mesmo assumindo margens constantes¹⁹ e desconsiderando a queda de volumes, não acompanhar a inflação deveria derrubar o múltiplo justo de uma empresa nos Estados Unidos de pelo menos 20x lucro para 12x²⁰.

Se esta empresa negocia a um múltiplo muito mais alto pela expectativa de comprar empresas a 15x lucro após sinergias, ainda existem riscos. O efeito matemático positivo de queda do múltiplo da empresa negociada pode gerar uma valorização das ações no curto-prazo. No entanto, mesmo um montante muito elevado de fusões com negócios a múltiplos mais baixos dificilmente levará a um carregamento melhor que o custo de capital se essas novas empresas também apresentarem como característica a queda de preços reais no tempo. Somente fusões com empresas de alta qualidade a múltiplos significativamente mais baixos (<12x) feitas em escala, ou aquisições extremamente alavancadas de empresas a 15x que venham casadas com termos de *funding* longos e a um custo bastante eficiente terão potencial de efetivamente gerar valor no longo prazo.

Esta nova dinâmica competitiva já travada fora do Brasil deve ser objeto de reflexão ao menos como uma bola de cristal barata. O Brasil não é lugar para amadores. A complexidade fiscal e logística sempre serviu como escudo para os grandes grupos nacionais e, historicamente, a competição só pôde ser inaugurada dentro do protegido mercado local através de atos institucionais. Mas o mundo mudou. O segmento digital está em alta velocidade e trará grandes impactos para os que não se adaptarem. Entidades classistas ou *lobbies* setoriais não possuem a capacidade de proteger seus ricos mercados dessa ameaça que não respeita fronteiras.

“DOUBT IS AN UNCOMFORTABLE POSITION, BUT CERTAINTY IS AN ABSURD ONE”²¹

Na década de 90, dois professores de Stanford, Jim Collins e Jerry Porras, escreveram o excelente livro “Feitas para Durar”, que sacudiu o mundo corporativo e de investimento. Apresentaram um estudo aprofundado sobre as características em comum que permeiam os negócios duradouros e que não estão presentes no DNA dos perdedores²². *Winners and losers* bem ao estilo americano.

As ideias foram expostas de forma clara, didática, subsidiada de exemplos curiosos e dados sólidos. O clássico *playbook* das *business schools* que estão no coração das grandes consultorias internacionais. O que emocionava o leitor era o fato que os princípios dos “*winners*” não exigiam vastos montantes de capital nem cientistas da NASA para executar. Qualquer indivíduo com bom senso, foco e energia poderia construir uma “*Built to Last Company*” e ter a eternidade como recompensa.

Na década seguinte, pelo menos metade das empresas retratadas no livro fracassaram enormemente, jogando as estatísticas do estudo para algo tão pueril como uma simples brincadeira de cara-ou-coroa.

Explicações muito elaboradas, desenvolvidas a posteriori, são simplesmente conjecturas. Nesse sentido, preferimos pensar a história dos negócios através de uma heurística mais simples: como ciclos longos seguidos de rupturas. Normalmente essas mudanças varrem empresas, estilos de gestão e teorias empresariais.

¹⁹ Premissa otimista levando em conta que essas empresas possuem estruturas fixas pesadas

²⁰ Levando em consideração que a queda de preços real de negócios em declínio se sustentará no tempo e utilizando as premissas anteriormente enunciadas de: (i) custo de capital de 6% real, e (ii) empresas estáveis subindo preços 1% a.a. em termos reais

²¹ Voltaire

²² Ou até mesmo dos segundos colocados

Existe um fascínio enorme em identificar companhias com a marca da durabilidade. Como investidores de longo prazo, representam em nosso inconsciente a figura do pote de ouro ao fim do arco íris. Mesmo sem admitir, o esforço de análise é sempre direcionado a encontrar o pedágio perpétuo na única ponte para o paraíso. Mas o conforto do monopólio e da inércia vencedora pode criar uma certa arrogância e desrespeito em relação às incertezas do futuro. Minimiza-se a capacidade da sociedade de buscar inovações e caminhos alternativos que solucionem o caos. Esse processo costuma alterar dramaticamente o quadro de vencedores e perdedores.

Tentar adivinhar quais as empresas ganhadoras desse processo de transformação é tarefa inglória e talvez inútil, mas fechar os olhos para o que estamos vendo pode ser mortal. A manutenção de um estilo de gestão que só vê qualidade em incumbentes estáveis precificados à perfeição pode ser o equivalente funcional de ficar *short* disrupção em um momento em que este fenômeno apresenta-se de forma indiscriminada. Corre-se o risco de copiar os intelectuais do século XIX que ao olhar para o futuro só conseguiam ver cavalos.