

“TRAINS, LIKE TIME AND TIDE, STOP FOR NO ONE”¹

Separar o mérito do acaso é tarefa árdua em períodos de fartura prolongada. O longo crescimento entre o pós-guerra e o final da década de 90 catapultou os resultados corporativos para um patamar nunca imaginado, resultando em excessos e vaidades ao fim deste período. Executivos vestiram com gosto suas fantasias de super-heróis e as biografias se transformaram em panfletos auto elogiosos que coroavam carreiras, relatando a jornada como se fossem guerreiros do Tolkien. Não conheciam a máxima talmúdica que diz que o único homem sábio é aquele que não fala. Pois nem o sábio dos sábios está livre de proferir a besteira definitiva. A crise de 2008 e alguns outros erros específicos transformaram muitas das pseudo-celebridades em notinhas de rodapé.

Recentemente, com a valorização significativa das empresas de tecnologia e a aproximação dos CEO's via mídias sociais, voltamos a ver uma nova era de executivos e empreendedores celebridades. Acompanhamos tudo por *tweets*, *posts* ou *podcasts* em tempo real. Utilizam-se das relações públicas e colam o adesivo de filantropos para criar a imagem do bilionário empreendedor humanizado e imbuído de princípios moralizadores. Se antes financiavam museus e bibliotecas, tendo como sonho nomear uma ala destas instituições, agora buscam subconscientemente o papel de Deus. Concentram-se em salvar a humanidade, seja descobrindo a poção da eternidade ou nos levando em uma fuga cinematográfica rumo a Marte. Logo, podem tudo. Ganham, além do financiamento barato do mercado de capitais, a confiança da sociedade encantada pela qualidade dos serviços prestados e pelo mantra da bondade. Seus clientes se transformam em fiéis seguidores de um pastor.

O mercado de capitais alimenta-se de narrativas. Sejam ferrovias no século XIX, ou as siderúrgicas e grandes conglomerados industriais no século XX. Através de vantagens monopolistas longevas, todos prometiam o passaporte para a independência financeira dos investidores e seus herdeiros. Entretanto, na era da exponencialidade, ganhos potenciais que no passado ficavam para gerações futuras são apropriados rapidamente no presente. Podemos estar em uma das raras ocasiões históricas em que a complexidade dos negócios vencedores avança a uma velocidade superior à da regulação.

Esta combinação explosiva de realizações aceleradas, exposição instantânea das conquistas e democratização do acesso ao capital amplia a possibilidade de uma exuberância irracional. A característica humana de reforçar os casos de sucesso e esquecer os erros amplifica a sensação do ganho, hipnotiza os investidores e cria um cenário de corrida do ouro. Isto em tese enfraquece os incumbentes, uma vez que o capital barato auxilia a disrupção. Já para os empreendedores modernos trata-se do ápice do capitalismo: sem a necessidade de lucros e geração de caixa para sustentar os negócios no presente, o sonho mais fantástico se torna financiável, contanto que apresente crescimento e uma promessa de *market share* elevado no futuro. Neste contexto, até as sofridas e conservadoras mães chinesas, que antes sonhavam com filhos em carreiras dentro da estável burocracia estatal, agora desejam o caminho do empreendedorismo como salvação.

¹ Jules Verne, escritor francês de livros como “Viagem ao centro da terra” e “20.000 léguas submarinas”

“THERE ARE PLACES I’LL REMEMBER ALL MY LIFE / THOUGH SOME HAVE CHANGED / SOME FOREVER, NOT FOR BETTER / SOME HAVE GONE AND SOME REMAIN”²

Naturalmente este ambiente de transformações aceleradas cria um alvoroço no mundo dos investimentos. Os agentes correm em busca de novos gurus e reivindicam uma troca de guarda. Os investidores de valor sofrem questionamentos e são observados como portadores dos óculos do atraso. Normal que se sinta uma certa insegurança com o processo de investimento tradicional.

O movimento excepcional do S&P ao longo dos últimos 10 anos - com retornos muito concentrados em uma parcela pequena de empresas de tecnologia³ - reforça o discurso dos entusiastas de um mundo em que até mesmo a mensuração tradicional de valor estaria em jogo. Argumenta-se que a velocidade de crescimento, isoladamente, seria a métrica quase exclusiva a se observar. Mesmo que para alcançá-la a lucratividade seja deslocada para perto da perpetuidade.

Neste contexto, o conceito de LTV⁴ (-) CAC⁵ tem sido amplamente utilizado para definir o valor de negócios menos lastreados no presente. Equação complexa de ser avaliada. Para ilustrar, suponhamos uma *startup* que desenvolva um produto situado em uma vertical dentro de um *profit pool* gigantesco. Nos primeiros anos o negócio ganha tração e velocidade exponencial ao entregar um produto de qualidade/preço significativamente superior a qualquer concorrente. Em um mundo sem barreiras físicas, avança-se rapidamente nesta dinâmica. O CAC neste caso é baixo dado que os consumidores são atraídos de forma viral pelo boca-a-boca dos primeiros clientes que se multiplicam em um exército de *cheerleaders* trabalhando de graça. Já o LTV pode incorporar a possibilidade de elevado *market share* dentro desta vertical, ou assumir a complexa hipótese de que o verdadeiro potencial desta *startup* é um elevado *share* em diversas verticais relacionadas. Como a narrativa de dominação é sempre mais sedutora, o mercado tende a reconhecer e atribuir valor rapidamente às empresas de qualidade superior como predadores capazes de construir um novo Império Romano.

Seria confortável nos convenceremos acerca da nossa incapacidade de identificar os vencedores deste processo disruptivo. Porém, pode ser perigoso nos escondermos atrás desta suposta racionalidade elegante. Além da não linearidade dos negócios atuais criar uma estrutura de *payoffs* muito assimétrica, arrisca-se perder a capacidade de avaliar o efeito do novo nos incumbentes. Afinal, não há uma regra basilar que dita que os negócios do século XX deveriam migrar para o século XXI com a mesma lucratividade, ou mesmo que deveriam continuar existindo.

A valorização das empresas de tecnologia, o dinheiro farto e o zoológico de unicórnios acenderam uma luz vermelha para o *establishment* corporativo. Deu-se início a uma corrida por cabeças inovadoras para o Conselho de Administração, os diretores de transformação digital hoje são mais disputados que água no deserto e seminários prometendo lições de disrupção se tornaram negócios bilionários. Deixando de lado a ironia, este pânico positivo nos incumbentes pode apressar mudanças significativas tanto do ponto de vista cultural como operacional, colocando-os de volta no jogo. Não é simples fazer um gigante correr, mas o pânico de ser acertado por um Davi pode fazer milagres.

A Walmart, tendo passado por diversos momentos do ciclo de vida de uma empresa, constitui um interessante objeto de estudos. Construída a partir de um fundador visionário e tendo perseguido diferenciação a partir de

² Trecho da música “In my life” dos Beatles. Autoria de Lennon-McCartney

³ Conforme exemplificado na seção final da Carta Atmos 15: <http://bit.ly/2KIRBY5>

⁴ Life Time Value é uma métrica que estima o valor presente potencial de um único cliente ao longo de sua vida

⁵ Customer Acquisition Cost refere-se ao custo associado a convencer um cliente a tornar-se consumidor de produtos/serviços de uma empresa

vantagens físicas de escala, atingiu a longevidade iluminando sua estratégia e cultura em um culto evangelizador em torno do personagem do velho Sam. Atualmente, busca se ajustar para o mundo das vantagens intangíveis e adaptar os valores antigos para um novo momento. Nesse processo, a companhia tem absorvido alguns ativos estratégicos⁶, sem perder o DNA de sortimento e custos baixos que a trouxe até aqui. Desafia o modelo digital purista, aproveitando-se dos ativos existentes para apresentar alternativas baratas e práticas para a classe média americana suburbana, como a coleta na loja de itens comprados online.

Aqui pelos trópicos, a "tradicional" Magazine Luiza também vem conduzindo excepcionalmente a transição rumo ao digital a partir de seus ativos existentes. Em certa medida, tem vencido os obstáculos de forma mais competente que os concorrentes teoricamente mais modernos e 100% digitais, convertendo legado em oportunidade. O desafio é abrangente pois as alterações são de natureza física, de sistemas e cultural. Porém, em um país com dimensões continentais e entraves logísticos, ao transformar lojas e centros de distribuição em ativos ao invés de passivos, inicia-se a corrida alguns passos a frente.

Este frenesi provocado por um mundo em ebulição estimula mudanças bruscas de pensamento. Preferimos acreditar que a complexidade inerente ao processo de investir implica em encarar este momento como uma necessária evolução, controlando o ímpeto de buscar uma revolução. Em nossa percepção, a essência do método analítico não se altera. Investigativo, reflexivo, coletivo e fora do equilíbrio. Talvez exija mais criatividade para imaginar e ponderar o futuro.

Princípios filosóficos funcionam como uma bússola: valores são cristalizados, mas a execução precisa ser adaptada ao longo do caminho. Dessa forma, em um mundo de *payoffs* diferentes, com resultados concentrados em acertos exponenciais ou perdas catastróficas, é natural esperar um portfólio mais diversificado.

Um dos grandes investidores do século passado, Bernard Baruch, ao final da sua carreira brincou com a falsa percepção em relação a uma vida dedicada a valores únicos de investimentos. *"When, as a young man, I started to be successful I was referred to as a gambler. When my operations increased in scope I was referred to as a speculator. And when the sphere of my activities continued to expand, I was referred to as a banker. Actually, I had been doing the same thing all the time."*

"YOU CAN'T TEACH OLD TRICKS TO A NEW DOG"⁷

Passados dez anos da última crise e influenciado pelos exemplos de crescimento exponencial vistos recentemente, o mercado nunca esteve tão corajoso em relação à avaliação das empresas de qualidade superior e alto crescimento. A capacidade do investidor alocar capital eficientemente nestes negócios passa pela avaliação correta das opicionalidades e, apesar dos riscos envolvidos, este exercício torna-se fundamental para a construção de oportunidades diferenciadas. Tarefa desafiadora em situação normal, ainda mais em um mundo onde as possibilidades relevantes estão, em sua maioria, fora do negócio tradicional das empresas analisadas. *Marketplace* com *payments*, *software* com *payments*, *e-commerce* com *ads*, varejo com financeiro, banco com *e-commerce* e assim segue a lista.

Nesse ambiente de competição mais hostil e disruptiva, é natural que o processo de análise amadureça em busca de uma visão holística. Isto nos força a sair dos confortáveis feudos setoriais e compartilhar internamente com

⁶ Como por exemplo a Jet.com e a Bonobos nos EUA, e a Flipkart na Índia

⁷Variação irônica do tradicional trocadilho "You can't teach an old dog new tricks"

mais frequência materiais de pesquisa, reuniões e reflexões. O analista-herói, criado dentro do conceito de especialista, religioso quanto à correlação entre esforço e conhecimento, não possui as ferramentas para avaliar negócios com as complexidades atuais. Torna-se necessário premiar quem não tem ansiedade em relação ao reconhecimento, tampouco a pressa dos individualistas para chegar rápido ao paraíso, fomentando a atuação coletiva em um time composto por pessoas com *background* e habilidades diferentes. Sem esquecer da necessidade de buscar continuamente as novas ferramentas que surgem com a evolução tecnológica e as inúmeras possibilidades de trabalhar dados de forma mais eficiente.

Claramente as estruturas verticais ficaram anacrônicas. Não basta apenas se preparar para escalar o Everest ou gastar as famosas 10.000 horas do Gladwell⁸. Aliás, é preciso estar atento aos riscos do excesso de detalhes para não cair em uma gincana informacional infinita. Quando a complexidade dos casos se torna um fim em si mesmo, corre-se o risco de enxergar opcionalidade por todos os lados.

Como uma árvore que nasce dentro de uma casa e ganha contornos de acordo com a arquitetura do ambiente, acreditamos que a organicidade com que a Atmos foi formatada facilita a nossa adaptação nesse desafiador momento de mercado. Mas, como em tudo que se relaciona ao futuro, nossas reflexões não passam de conjecturas e teorias. A batalha só é ganha pelos soldados na trincheira.

“IF YOU WANT TO MAKE GOD LAUGH, TELL HIM ABOUT YOUR PLANS”⁹

A necessidade constante de reflexão e adaptação é um exercício penoso e consumidor de tempo, e não à toa uma parcela da indústria de gestão de recursos resolve esta problemática de forma pragmática e pouco responsável fiduciariamente. Constroem-se gestoras compostas por uma diversidade de fundos com estratégias diferentes, que se autopromovem e, de acordo com o ciclo passado, comercializam aquele de maior sucesso. As estratégias malsucedidas são fechadas e esquecidas. Tática fácil para se proteger das mudanças efetivadas pelo tempo, mesmo que isso signifique um cliente perdedor. A multiplicidade de estratégias garante ao gestor o conforto eterno que alguma delas irá funcionar. Não é preciso ter a coragem de buscar novos instrumentos para navegar em diferentes momentos do ciclo.

O foco em um produto único, aliado à alocação relevante de recursos próprios dos sócios no fundo, não nos permite a comodidade da inércia. Só nos resta a adaptação para buscar, ao menos, sobreviver.

Desde o início da Atmos, flexibilizamos nosso mandato para navegar às intempéries dos radicais ciclos econômicos brasileiros. Tendo iniciado o fundo em outubro de 2009, logo após a forte valorização que sucedeu a crise de 2008, encontramos ao longo dos anos seguintes um ambiente hostil ao investimento em ações brasileiras. Ao mesmo tempo que o país ditava moda dentro dos emergentes, atraindo farto capital para o investimento em ações e levando os múltiplos às alturas, presenciávamos as empresas investindo agressivamente na captura de participação de mercado. Em épocas inebriantes presta-se pouca atenção para o momento do ciclo e ninguém quer arriscar ficar de fora da festa. No entanto, apesar da animação dos convidados, os garçons já estavam retirando as mesas e a orquestra cantava “New York, New York”. Quando a música parou de tocar muita gente ainda estava dançando.

⁸ Ideia introduzida pelo escritor americano Malcolm Gladwell no livro “Outliers”, no qual o mesmo explora a ideia de que são necessárias 10.000 horas de prática para atingir a excelência em qualquer atividade

⁹ Woody Allen

No período descrito, uma maior flexibilização do portfólio, através de instrumentos diferentes do tradicional investimento em ações no Brasil foi utilizada como mecanismo de sobrevivência. Sempre para minimizar riscos, mas sem nenhuma vocação de maximizar retornos. Mesmo que pouco relevante na construção dos resultados históricos, estacionar o capital em ativos alternativos protegeu-nos de cometer erros grosseiros na busca de completar o portfólio. Montamos uma posição estrutural em dólar e ações americanas defensivas quando carregar reais mesmo a um CDI alto nos parecia especulativo, investimos em *bonds* corporativos brasileiros denominados em dólares quando o risco-retorno parecia superior ao de boa parte das ações locais, e investimos em NTN-Bs quando o *payoff* mostrava-se superior ao de investir em negócios com geração de caixa estável de *duration* semelhante. Além disso, durante boa parte do período compramos proteções quando o seguro parecia barato. Incorporando os ensinamentos do bom e velho Noé que construiu sua arca antes da tempestade.

Apesar desta relativa flexibilidade que sempre tentamos imprimir à gestão, historicamente fomos muito refratários à estratégia *short*. O *short*, como instrumento de investimento, sempre nos foi menos intuitivo por algumas particularidades: (i) perda não-definida, (ii) ajuste de boa parte do valor esperado através do aluguel, (iii) necessidade de acertar o “*market timing*” - vende-se “o que vai cair” em um período de tempo estritamente definido e não necessariamente o “que está caro”, (iv) perigo da falácia do valor estratégico na periferia emergente, geralmente realizado por um capital estrangeiro que surge em determinados momentos pagando qualquer preço para comprar *market share*, e (v) potencial perda de foco da equipe em algo que seduz pelo desafio intelectual de estar certo contra o mercado animado e irracional, mas que gera pouco valor para o portfólio dado o tamanho da exposição.

Porém, em uma gestora que inicia seu décimo ano, sem *churn* de membros do time e que começa a apresentar contornos de maior maturidade individual e coletiva, acreditamos que possa ser o momento de reavaliarmos alguns dos nossos pressupostos com vistas a desbravar novos territórios.

O mundo vive há muitos anos um período de excesso de liquidez. A força deste movimento distorce os múltiplos das empresas tradicionais, justamente quando o risco de disrupção parece ser maior que em qualquer momento do passado. Além disso, se antigamente brincávamos que as ações subiam de escada e desciam de elevador, hoje percebemos o oposto. Nesse novo mundo, onde conceitos tão pouco testados como o LTV (-) CAC são referências importantes, temos a sensação que os investidores se desesperam por não possuírem as empresas de tecnologia bem-sucedidas, e se incorporam ao resto da manada. O tradicional “*panic selling*” virou “*panic buying*” e toda esta euforia pode criar uma exuberância irracional, conforme descrito no início da carta. A busca por retornos é tão agressiva que algumas ações sobem até mesmo quando as empresas anunciam planos de aumento de capital, ou quando investidores institucionais colocam grandes blocos à venda.

Ao nos aventurar nesse novo caminho, onde não há o carrego tradicional da estratégia *long*, devemos tomar muito cuidado. Não podemos negar que estamos saindo da nossa zona de conforto e que alguns dos nossos passos anteriores demonstraram-se menos complexos. Por isso, no momento temos *shorts* que representam menos de 5% do fundo. Estes investimentos estão diversificados em três empresas e nenhum destes ativos tem a característica da exponencialidade tão desejada atualmente pelos investidores. Por mais que os preços pareçam elevados em relação aos fundamentos, lembramos da nossa incapacidade de imaginar todas as opções possíveis. Precisamos controlar nossa vocação juvenil por uma visão alternativa e a busca charmosa de tentar ser o primeiro a gritar que viu chamas no convés. Como disse o poeta Ferreira Gullar¹⁰: “Não quero ter razão, eu quero é ser feliz!”

¹⁰ José Ribamar Ferreira. Escritor brasileiro, membro da Academia Brasileira de Letras a partir de 2014