

Carta Mensal

I. Análise Mensal

O cenário econômico brasileiro veio se deteriorando continuamente em 2015. No início do ano, por ex., o Relatório Focus de 02/Jan/15, divulgado pelo Banco Central, ainda registrava um crescimento positivo para o PIB em 2015, com uma mediana das expectativas dos agentes de +0,15%. Já no Relatório de 27/Nov/15, tal expectativa estava em -3,19%. Nossa percepção é a de que esse percentual seguirá nesta trajetória descendente nas próximas divulgações. O mesmo ocorreu com as expectativas de 2015 para o IPCA (10,38% em 27/Nov vs. 6,39% em 02/Jan), taxa de câmbio R\$/US\$ (3,95 em 27/Nov vs. 2,65 em 02/Jan), produção industrial (-7,50% em 27/Nov vs. -2,49% em 02/Jan), dentre outros indicadores.

Infelizmente, as perspectivas para 2016 não se mostram nada animadoras. As expectativas dos agentes para o próximo ano vêm seguindo o mesmo padrão de deterioração que vimos em 2015. No Relatório Focus de 27/Nov, por exemplo, temos que a expectativa para o crescimento do PIB em 2016 já está bastante negativa (-2,04%), enquanto a expectativa para o IPCA já mostra uma inflação de 6,64%, estourando novamente o teto da meta de 6,50%. Portanto, 2016 se desenha como mais um ano de recessão e inflação alta.

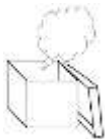
Além disso, vale ressaltar a situação do mercado de trabalho. Em 2014, o Brasil teve um ano de estagnação econômica, com crescimento do PIB de +0,1%. Apesar disso, o País conseguiu manter o desemprego em patamar ainda baixo, chegando a 6,5% em Dez/14, segundo a Pnad mensal do IBGE. No entanto, ao longo de 2015, à medida que a recessão se agravava, também a taxa de desemprego começava a seguir uma trajetória perversa, chegando a bater 8,9% no 3T15, segundo o IBGE – patamar mais alto da série histórica iniciada em 2012.

Do lado fiscal, o Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, anunciou em Novembro que o rombo das contas públicas derivadas das chamadas “pedaladas fiscais” teria somado R\$57 bilhões, o que poderia levar o déficit fiscal de 2015 ao patamar de R\$119,9 bilhões. Com isso, o governo passou a correr contra o tempo para conseguir aprovar a nova meta fiscal de 2015 antes do final do ano, de forma a não incorrer em crime de responsabilidade fiscal – crime este que poderia servir de motivo para que a Câmara dos Deputados abrisse um processo de *impeachment* contra a presidente Dilma Rousseff.

No que tange ao panorama político, a operação Lava Jato segue em curso. Em Novembro, o episódio mais surpreendente foi, certamente, a prisão conjunta do senador Delcídio do Amaral, líder do governo no Senado, e do banqueiro Andre Esteves, sócio do BTG Pactual – ambas realizadas no mesmo dia 24/Nov. O motivo destas prisões foi uma gravação feita por Bernardo Cerveró, filho do ex-diretor da Petrobras, Nestor Cerveró, onde Delcídio planejava a fuga de Nestor para a Espanha. O intuito desta fuga seria evitar que Delcídio fosse implicado em uma eventual delação de Nestor Cerveró. Já Esteves foi preso por ter sido citado como um “operador financeiro” do esquema, uma vez que ele seria o agente responsável por uma futura “ajuda financeira” R\$50 mil mensais a Bernardo Cerveró.

Nos próximos meses, a política permanecerá como foco, levando a reboque a economia. O País aguarda um desfecho para as questões políticas que dominam os noticiários e engessam a economia. É cada vez mais provável que passemos, depois de 23 anos, por mais um processo de *impeachment* de um Presidente da República. A esta altura, tal acontecimento seria bem vindo, uma vez que daria um rumo para um país que, hoje, se encontra totalmente desgovernado – no duplo sentido de “sem governo” e “desorientado”.

II. ...Out of the Box



Neste “...out of the box”, argumentamos que, mais do que procurar inovar através de seus próprios esforços internos de P&D, uma companhia deve estar aberta a absorver inovações desenvolvidas fora da empresa. De fato, os princípios de *Open Innovation* podem levar a companhia muito mais longe do que teria sido possível chegar sob o modelo de *Closed Innovation*.

O modelo tradicional de inovação entre grandes corporações é o chamado modelo de Inovação Fechada (*Closed Innovation*). Nesse modelo, as empresas têm seus próprios laboratórios de P&D e, para inovar, elas acabam dependendo apenas do que são capazes de pesquisar e desenvolver internamente. **O modelo de Inovação Aberta (*Open Innovation*), por outro lado, reconhece que existe uma vasta oferta de ideias e tecnologias fora da firma - e que a firma pode tirar vantagem e se beneficiar dessas inovações.**

De fato, grandes corporações usaram o modelo de *Closed Innovation* na maior parte do séc. XX e, durante esse período, ele funcionou bem. Na verdade, o séc. XX foi a “época de ouro” da P&D interna. Outros *players* - como universidades, por ex. -, não ofereciam alternativas viáveis para a P&D interna. Embora muito conhecimento fosse criado nas universidades, sua transferência para uso comercial era limitada. Além disso, as universidades não dispunham de recursos financeiros suficientes para conduzir um número significativo de experimentos. O governo também não ajudava muito, possuindo um papel restrito no desenvolvimento e

financiamento de estudos científicos. Corporações, em contrapartida, desenvolviam o que havia de mais avançado em termos de pesquisas científicas aplicadas. Elas possuíam os melhores equipamentos e os profissionais mais qualificados, e gastavam um montante significativo com pesquisa. Esse comprometimento todo com P&D interno era visto como uma barreira a entrada, uma vez que qualquer novo entrante precisaria realizar investimentos de similar monta para competir nessa indústria.

Hoje, porém, em diversos setores, **a lógica por trás do modelo de *Closed Innovation* se tornou fundamentalmente obsoleta**. Inúmeros fatores têm contribuído para a erosão do paradigma da Inovação Fechada, como por ex.:

(i) Hoje, os **melhores profissionais** em um dado campo de conhecimento não estão mais necessariamente trabalhando em grandes corporações. Estas pessoas estão muitas vezes **em universidades, na Inteligência das Forças Armadas, e até em startups**. Atualmente, universidades – não apenas nos EUA, mas também em Israel, Cingapura, Índia, etc. – fazem pesquisa científica aplicada de ponta. Além disso, tecnologias originalmente desenvolvidas para o uso militar têm sido adaptadas para uma variedade de aplicações civis em áreas que vão desde *cyber security* até *medical devices*. *Startups* também estão conduzindo – elas mesmas – pesquisas científicas, muitas vezes em incubadoras ou aceleradoras.

(ii) **Não há mais fronteiras geográficas** para inovação. No geral, **inovações estão sendo desenvolvidas em clusters em diferentes partes do globo**. Atualmente, o maior *cluster* do mundo está no Vale do Silício, seguido por outros como os de Tel Aviv, Los Angeles, NY, Boston, e Londres.

(iii) **A indústria de Venture Capital tem expandido de forma significativa nas últimas três décadas** e, hoje, há **recursos disponíveis fora das corporações para financiar tecnologias promissoras e inovadoras**. Acesso a capital não é mais o grave gargalo que era antes. Na realidade, vários profissionais que costumavam trabalhar para grandes corporações – ou até mesmo aqueles que estavam para entrar no mercado de trabalho –, começaram a se sentir atraídos pela perspectiva de iniciar seu próprio negócio, **o que acentuou o processo de *crowding out* de cérebros das áreas de P&D de grandes corporações para as startups**.

De fato, **o modelo de *Open Innovation* veio para complementar – e não para substituir totalmente – a P&D interna conduzida pelas grandes corporações**. Além disso, o racional de *Open Innovation* muda um pouco o **papel dos pesquisadores dentro das grandes corporações, de forma a incluir não apenas a geração de conhecimento, mas também a avaliação de conhecimento**. As pesquisas internas, muitas vezes, são potencializadas quando construídas sobre o conhecimento e descobertas de terceiros.

Atualmente, o fluxo de ideias é intenso – e **novas tendências e tecnologias são criadas a todo o momento em várias partes do mundo**. É importante para qualquer grande corporação estar sempre bem informada a respeito das novidades. Contudo, o **processo de *screening* e monitoramento destas inovações não é trivial**. De fato, isso pode se tornar uma tarefa monumental. Sendo assim, além de investir diretamente em *startups*, diversas grandes corporações acabaram desenvolvendo também **diferentes modelos de parceria com outros *players* do ecossistema**, como P&Ds próprios dentro de universidades, Open Innovation Centers/Hubs, veículos de investimento geridos por VCs, etc.

A seguir, apresentamos o caso da Intel, uma das pioneiras do modelo de *Open Innovation*. Este exemplo mostra como os princípios de *Open Innovation* podem levar o conhecimento interno da companhia para muito além do que teria sido possível atingir sob o modelo de *Closed Innovation*.

O Caso Intel:

Nos anos 80, a Intel começou a investir recursos em seus fornecedores mais próximos, a princípio para garantir fontes seguras e de qualidade. Apesar de a companhia certamente buscar retorno sobre tais investimentos – a Intel não estava subsidiando seus fornecedores –, seu principal objetivo era estratégico. A Intel buscava desenvolver uma base de fornecimento de tecnologia necessária para atingir as metas do seu próprio negócio.

Com o passar do tempo, Intel foi adicionando outros objetivos para seus investimentos estratégicos. A companhia passou a explorar novas tecnologias e mercados muito além do seu *core business*. Atualmente, seu extenso portfólio de investimentos lhe proporciona um ótimo panorama das tecnologias novas e emergentes – e este mapa tende a expandir sua própria visão acerca das possíveis futuras direções para o seu próprio negócio.

Depois de selecionar empresas estrategicamente e financeiramente promissoras, a Intel tipicamente começa negociações para um possível *deal* de investimento. Eventualmente, um simples investimento pode se tornar uma aquisição. Uma vez que o investimento já tenha sido efetuado, são desenvolvidos processos para monitorar as empresas investidas. Estas empresas teriam acesso a *feedbacks* constantes da Intel com o objetivo de melhorar a performance do produto. Além disso, as investidas teriam acesso a informações sobre produtos em desenvolvimento da Intel, participariam dos programas de marketing da Intel, e teriam acesso a seus canais de distribuição. Ainda, caso a performance do produto de uma dada empresa investida superasse níveis pré-especificados, a Intel seria elegível a uma participação adicional no *equity* da empresa investida.

Monitorar o dia-a-dia das empresas investidas pode fugir ao foco e ao propósito de uma grande corporação, especialmente no que tange a questões relativas ao desempenho

financeiro das investidas. Todavia, a Intel não gere de perto cada investimento que possui, pois costuma tipicamente co-investir com VCs, que direcionam o crescimento e monitoram a performance das investidas.

Note que calcular o real valor de mercado do portfólio de investimentos da Intel é uma tarefa complicada, dado que não há uma forma precisa de medir ou mesmo atribuir valor ao aprendizado interno, desenvolvimento, e aumento das vendas da companhia como resultado destas atividades de investimento. De fato, **investimentos motivados por questões estratégicas e financeiras são inerentemente mais difíceis de avaliar e medir de forma quantitativa do que aqueles motivados por *drivers* puramente financeiros.**

O exemplo da Intel mostra como os princípios do modelo de *Open Innovation* podem levar o conhecimento interno para além de qualquer patamar possível sob o modelo de *Closed Innovation*. Além disso, **a disposição da Intel em se associar a outros *players* do ecossistema mostra sua clara percepção sobre como a “engrenagem” funciona.** A equipe de *experts* de seu centro de P&D certamente conduz um *due diligence* técnico muito mais aprofundado do qualquer um feito pela maioria dos VCs. Porém, o acompanhamento e gestão das empresas investidas – especialmente no que tange à gestão financeira - é tipicamente deixado a cargo de uma parte relacionada, como um VC parceiro, por exemplo. Dessa forma, a Intel tem sido capaz de extrair o melhor de todos: de sua equipe, das *startups*, e de seus parceiros no ecossistema.

Fonte: **“Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology”**, by *Henry Chesbrough*, Harvard Business School Publishing Co., 2003.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital