

Carta Mensal

Nesta 4ª Carta Mensal, discutiremos os acontecimentos do mês de Janeiro e também apresentaremos uma seção “...*Out of the Box*” com alguns conceitos introduzidos por Jim Collins nos livros “*Built to Last*” e “*Good to Great*”.

Mas por que nós – investidores – estaríamos interessados em tópicos tão específicos de *business*? Julgamos que todo investidor que declara adotar uma abordagem de investimento fundamentalista deveria estar interessado em determinar as principais características de empresas de sucesso e duradouras.

Além disso, ao analisarmos o desempenho das ações das companhias classificadas por Collins como excepcionais, constatamos um enorme e sistemático descolamento destas ações frente ao mercado em geral. Dadas estas evidências, não se pode ignorar a relevância dos estudos de Collins.

I. Avaliação Mensal

Desde Dez/13, temos presenciado uma maior saída de mercados emergentes que se intensificou em Jan/14. **Nosso portfolio sofreu mais do que o Ibovespa porque muitas de nossas ações são bem menos líquidas do que as *blue chips* que compõem o índice.** Assim, quando grandes fundos estrangeiros desmontam suas posições, as ações mais penalizadas são as de menor liquidez. Vale ressaltar que não temos ações ilíquidas propriamente, ou seja, não temos ações cujo ADTV esteja abaixo de R\$ 1 milhão – e mesmo a proporção de ações com ADTV entre R\$ 1 milhão e R\$ 10 milhões tem se mantido baixa (menor do que 10% do portfolio). Ainda assim, analisando os fluxos, percebemos o estrago que 2 ou 3 *players* estrangeiros puderam causar em algumas de nossas posições em Carteira nestes últimos 2 meses.

Como não estamos neste jogo para o curto prazo, movimentos causados por fluxos têm relevância questionável. O que nos interessa são movimentos motivados pelos fundamentos das empresas – e estes podem demorar, mas virão tão logo este período de *stress* melhore e os fundos estrangeiros comecem a recompor suas Carteiras com ativos de risco de países emergentes que revelem sua qualidade.

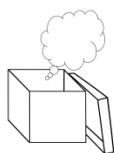
É complicado – senão impossível – antever o mês exato em que determinado movimento começará ou cessará. Na nossa Carta Mensal de Dez/13, escrevemos que haveria uma assimetria entre um potencial *upside* e *downside* no preço das ações. Nos níveis de preço de fim de Dez/13, nos parecia que o potencial de *upside* seria bem maior. O que constatamos foi uma continuação do movimento de realização de lucros e fuga de capital de emergentes em Jan/14. No entanto, não mudamos nossas expectativas. **Sabemos que movimentos exagerados podem ficar ainda mais exagerados até que certa racionalidade retorne aos mercados.** *Over-reaction* faz parte da natureza humana e cabe a nós – investidores de longo prazo – manter um mínimo de racionalidade nestes momentos.

Tal como fazemos ao analisar empresas, **temos continuamente nos questionado sobre o atual cenário macroeconômico.** Coletamos dados, lemos artigos e ouvimos opiniões das mais variadas – **até para confrontar nossas “verdades”.** Sabemos que a situação macroeconômica para o Brasil neste ano que se inicia não é das mais confortáveis. No entanto, as expectativas dos agentes a respeito do País já estão tão baixas que qualquer quadro que se apresente menos dramático poderá surpreender positivamente.

Não estamos sozinhos nas nossas previsões. Por exemplo, no artigo *“The worldwide wobble”* de 08/Fev/14 publicado na The Economist, a revista coloca que *“the current market pessimism could prove temporary”* e *“although other emerging markets will indeed grow more slowly in 2014, they are not heading for a broad collapse”*.

Assim, julgamos que as exageradas quedas de 20%-30% nos preços de muitos ativos são mais uma função de fluxos do que de fundamentos das empresas. Se não estamos comprando ativos, estamos certamente mantendo as ações de empresas que consideramos excepcionais em nosso portfólio.

II. ...Out of the Box

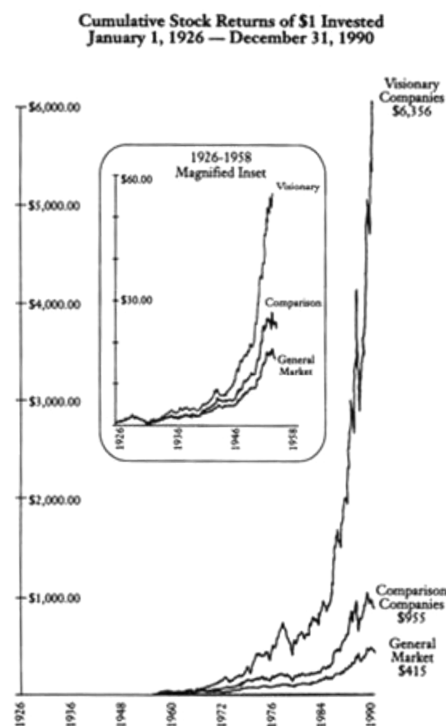


Nesta seção, discutimos alguns conceitos introduzidos por Jim Collins nos livros *“Built to Last”* e *“Good to Great”*. Collins começou sua carreira acadêmica na Stanford University’s School of Business e é, atualmente, consultor para várias instituições. A maior parte de sua pesquisa e projetos de consultoria é hoje conduzida nas suas instalações em Boulder, Colorado.

Nestes dois livros, Collins analisa **“o que distingue as companhias verdadeiramente excepcionais das outras companhias”.** Mas por que nós – investidores – estaríamos interessados neste tópico? Julgamos que **todo investidor que declara adotar uma abordagem de investimento fundamentalista deveria estar interessado em determinar as principais características de empresas de sucesso e duradouras.**

No gráfico abaixo, extraído do livro *“Built to Last”*, percebemos que as ações de empresas ditas visionárias tiveram uma performance espetacular no período 1926-1990 (note o zoom do período de 1926-1958 no quadro pequeno), descolando enormemente tanto de companhias do grupo de comparação (Cias tidas apenas como “boas”) como do mercado em geral. Dadas estas evidências, não se pode ignorar a relevância dos estudos de Collins.

Como *disclaimer*, vale ressaltar que Jim Collins não pré-selecionou as empresas com melhor desempenho em Bolsa e tentou descobrir padrões comuns a elas. A causalidade foi oposta. O ótimo desempenho das ações foi uma consequência das características especiais destas Cias. Discutiremos algumas destas características a seguir. **Vocês ficarão surpresos ao ver como muitos mitos pré-estabelecidos sobre o que torna uma empresa excepcional caem por terra.**



Obs: Ao longo desta seção, usaremos o termo “empresas excepcionais” para denotar o que Collins chama de empresas “visionárias”, “built to last” ou “good-to-great”.

Faça da empresa o próprio produto final – seja um “clock builder” e não um “time teller”

“Tivemos que mudar nossa visão de que a empresa seria um veículo para os produtos para uma visão onde os produtos seriam um veículo para a empresa”. (JC)

Comentário: Collins apresenta “a empresa como a criação última” e não o produto ou o serviço que ela vende. **Muitos pensam que a empresa existe para viabilizar um produto. Não. O produto é que existe para viabilizar a empresa.** Construir uma empresa excepcional requer fazer a mudança de “time telling” para “clock building”. “Time telling” é ter um ótimo produto do qual a empresa depende para sobreviver. **“Clock building” é criar um ambiente propício para o desenvolvimento de uma série de ótimos produtos.** Isto é muito importante. Se um produto se torna obsoleto, por exemplo, a empresa tem que ser capaz de sobreviver e de se reinventar. Ao longo da história, empresas como IBM, Xerox, Nokia, GE e Apple, por exemplo, foram capazes de mudar radicalmente e reinventar seus produtos.

“Começar uma empresa com uma ‘ótima ideia’ pode ser uma má ideia”. (JC)

Comentário: Escolas de *business* ensinam que uma empresa deve começar com uma boa ideia e uma estratégia de mercado bem desenvolvida e bem sucedida. Na verdade, **poucas das empresas excepcionais começaram com uma “grande ideia”.** Algumas começaram sem nenhuma ideia específica e algumas até tiveram ideias que falharam no começo. Como o autor ressalta, “tal como na fábula da lebre e da tartaruga, empresas excepcionais tendem a começar devagar, mas acabam ganhando a longa corrida”. **O que importa para uma empresa é encontrar sua vocação, investir na sua estruturação e processos, e ter resiliência e capacidade de sempre se adaptar e se reinventar.**

“Ter um líder visionário e carismático não é, de forma alguma, condição necessária para uma empresa ser visionária; na verdade, isto pode até ser prejudicial para as perspectivas de longo prazo da empresa”. (JC)

Comentário: Ter um produto revolucionário ou um líder visionário e carismático é “time telling”. Construir uma empresa que possa prosperar muito além do mandato de qualquer líder em particular e através de múltiplos ciclos de vida de vários produtos é “clock building”. Na verdade, **“clock building” envolve criar uma “linha de produção” de produtos e executivos, ou seja, criar um ambiente propício ao desenvolvimento de uma série de ótimos produtos e grandes líderes.** O problema é que muitos líderes que são “celebridades” têm a chamada síndrome do “cachorro grande”, i.e., eles não se importam que exista outros cachorros no canil contanto que eles sejam sempre o maior cachorro. Isto pode ser prejudicial para a empresa no longo prazo. Na realidade, o estudo de Collins mostra que grandes líderes parecem “ter vindo de Marte” e tendem a ser reservados e até tímidos. **Estes líderes são uma mistura paradoxal de humildade pessoal e vontade profissional.**

“Quem” antes de “o que”

“Esperávamos que grandes líderes comessem por definir uma visão e estratégia inovadora. Porém, descobrimos que eles primeiro colocavam as pessoas certas no ônibus, as pessoas erradas fora do ônibus, e as pessoas certas nos assentos certos – e só então eles definiam para onde seguir”. (JC)

Comentário: A maioria das pessoas assume que os grandes “motoristas de ônibus” (líderes corporativos) começam suas jornadas anunciando imediatamente aos passageiros aonde eles irão – e aonde eles irão, naquele momento, é o que determinaria, em última análise, o sucesso da companhia. Na verdade, **líderes de empresas excepcionais não começam com “aonde”, mas sim com “quem”. Eles começam colocando as pessoas certas no ônibus, as pessoas erradas fora do ônibus, e as pessoas certas nos assentos certos.** E esta disciplina é mantida ao longo do tempo – **primeiro as pessoas, depois a direção.**

“Se você tem as pessoas certas no ônibus, o problema de como motivar e gerenciar pessoas, em grande parte, deixa de existir”. (JC)

Comentário: Se as pessoas estão no ônibus apenas pela direção que ele está seguindo, a empresa tem um problema. Caso o ônibus tenha que mudar de rota, estas pessoas sairão do ônibus e irão embora. Elas não eram mesmo as pessoas certas para começar. Mas **se as pessoas estão no ônibus por causa das outras pessoas que lá estão, então é muito mais fácil mudar de direção quando necessário.** Além disso, se a companhia tiver as pessoas erradas, mesmo estando na direção certa, ela - ainda assim - não será uma empresa excepcional. **Uma boa visão sem boas pessoas é irrelevante.** É curioso notar que **empresas excepcionais normalmente contratam pessoas excepcionais (certas) onde e quando as encontram, muitas vezes sem uma posição específica em mente.** As pessoas certas são auto-motivadas por um impulso interior de produzir sempre resultados melhores e de fazer parte na criação de algo grande.

“Empresas excepcionais tendem a desenvolver internamente seus principais executivos”. (JC)

Comentário: À medida que crescem, empresas excepcionais precisam se preocupar com continuidade e sucessão. **Os “insiders” são capazes de preservar os “core values”, compreendendo a empresa na qual trabalham em um nível quase instintivo, de uma forma que os “outsiders” geralmente não conseguem.** E, ainda assim, **os “insiders” conseguem ser também agentes de mudanças,** construindo sobre bases fortes (“core values”) e movendo a empresa para novas direções. Portanto, a contratação de “outsiders” para posições de liderança é algo complicado. Geralmente, há um choque cultural.

“Empresas excepcionais provavelmente parecem lugares difíceis de trabalhar – e são. Se você não tem as características necessárias, você provavelmente não durará muito tempo”.
(JC)

Comentário: A única maneira de manter na empresa uma pessoa que está produzindo é não deixar que seu dia-a-dia seja prejudicado por pessoas que não estão produzindo. **Muitos acreditam que um líder deve ser paciente com sua equipe e evitar giro. Afinal, muitos pensam que o ativo mais precioso para uma empresa são as pessoas. Errado. As pessoas certas são.** Então, quando um líder perceber que alguém não tem condições de se manter mesmo no ônibus, quanto mais cedo isto for resolvido, melhor. É interessante notar que, muitas vezes, o próprio profissional, quando sente que não se encaixa, acaba tomando a iniciativa de sair. E isto tende a acontecer rápido. **Ou a pessoa se encaixa e floresce ou é logo “expurgada como um vírus” pela própria estrutura.**

Estimule o progresso através de BHAGs, experimentação e melhoria contínua

“Empresas excepcionais usam consistentemente BHAGs para estimular o progresso...” (JC)

Comentário: Para estimular o progresso, empresas excepcionais costumam ter um BHAG (*Big Hairy Audacious Goal* ou Objetivo Grande Cabeludo e Audacioso). O **BHAG é um objetivo** – como escalar uma montanha ou ir à lua – e não um *“statement”* vazio e **deve tirar os profissionais de suas zonas de conforto**. BHAGs deixam as pessoas engajadas, determinam um foco único e criam um espírito de equipe. **BHAGs motivam as pessoas muito mais do que planos de remuneração.** De fato, Collins não encontrou nenhuma relação sistemática entre a remuneração dos executivos e o processo de construir algo “grande”. **A remuneração e os incentivos são importantes, mas não devem ter como propósito extrair o comportamento certo das pessoas erradas – e sim atrair as pessoas certas para o ônibus e mantê-las lá.**

“Tente muitas coisas e mantenha o que funciona”. (JC)

Comentário: Outra maneira de incentivar a busca por progresso numa empresa é **criando um ambiente que encoraje as pessoas a experimentar e aprender – tentar muitas coisas e manter o que funciona.** Afinal, este é o principal conceito por trás da Teoria da Evolução de Charles Darwin. Além disso, os **movimentos mais acertados feitos pelas companhias ditas excepcionais dificilmente são oriundos de um plano estratégico brilhante e complexo.** Alguns dos melhores movimentos destas empresas são feitos com base em **experimentação, tentativa e erro** – e, por vezes, são até fruto de acidentes.

“Companhias visionárias têm como principal objetivo superar a si mesmas”. (JC)

Comentários: Em companhias excepcionais, a vontade de crescer, melhorar e criar novas possibilidades não deriva de uma pressão externa. A companhia simplesmente nunca está satisfeita com o *status quo* – mesmo quando o *status quo* está funcionando bem. **Companhias excepcionais têm como principal objetivo superar a si mesmas. Vencer os competidores é apenas uma consequência disso.**

O Paradoxo de Stockdale

“Toda empresa excepcional já passou pelo que chamamos de Paradoxo de Stockdale: você tem que manter uma fé incondicional de que você pode e irá prevalecer no final, independente das dificuldades, e, ao mesmo tempo, ter a disciplina de confrontar os fatos mais brutais da sua realidade atual, quaisquer que sejam eles”. (JC)

Comentário: Essa ideia vem da experiência do Almirante Jim Stockdale, prisioneiro americano na guerra do Vietnã. Torturado por 8 anos durante sua prisão, ele conseguiu sobreviver enquanto outros sucumbiram. Quando perguntado sobre como ele havia sobrevivido enquanto tantos outros morreram, ele respondeu que nunca havia sido otimista, nunca havia pensado que sua libertação estaria próxima. Os otimistas foram aqueles que morreram. Ele estava muito ciente da sua realidade, mas de alguma maneira acreditava que ele sobreviveria no final. Portanto, **companhias com dificuldades podem alcançar o sucesso se elas confrontarem suas realidades, trabalharem para melhorar, e nunca desistirem—mesmo se os resultados demorarem para aparecer.**

“A sorte favorece os persistentes”. (JC)

Comentário: Os criadores de empresas excepcionais foram extremamente persistentes. Eles estavam prontos para revisar ou aprimorar uma ideia, sem nunca desistir da empresa. Companhias excepcionais podem enfrentar dificuldades e até cometer erros. Ainda assim, estas companhias tendem a demonstrar uma enorme **resiliência** e habilidade de se reerguer após momentos difíceis.

Conceito “Hedgehog”

“Companhias excepcionais costumam seguir uma regra simples: se algo não se adequar ao nosso conceito ‘hedgehog’, nós não faremos”. (JC)

Comentário: Collins apresenta dois personagens: a raposa e o ouriço (“*hedgehog*”). A raposa persegue diversos objetivos ao mesmo tempo e vê o mundo em toda a sua complexidade. **Ouriços (“*hedgehogs*”), por outro lado, simplificam o mundo complexo em uma só ideia.** Assim, o conceito “*hedgehog*” é um conceito simples que vem do entendimento profundo (i) do que a empresa faz melhor (suas vocações) ou no que ela pode ser a melhor, (ii) do que impulsiona o seu modelo econômico de maneira sustentável, e (iii) do que a empresa tem paixão por fazer. Companhias excepcionais tendem a seguir uma regra simples: se algo não se adequar ao seu conceito “*hedgehog*”, elas não fazem – elas não desenvolvem negócios nem fazem aquisições ou JVs não relacionados ao seu “*core business*”.

“Uma companhia excepcional está mais propensa a morrer de indigestão por ter muitas oportunidades do que morrer de inanição por ter poucas”. (JC)

Comentário: É preciso disciplina para dizer “não, obrigado” para grandes oportunidades, caso elas não se insiram no conceito “*hedgehog*”. O desafio não é tanto o de criar oportunidades, mas sim **selecionar oportunidades**.

Não existe momento milagroso

“É necessário paciência e disciplina para se construir uma companhia excepcional”. (JC)

Comentário: Alcançar a excelência não é uma tarefa simples. **É preciso paciência e disciplina para construir uma companhia excepcional (apesar das pressões) até que o “acúmulo de resultados” fique visível. Não existe momento milagroso. O “*breakthrough*” é alcançado pelo acúmulo de etapas bem sucedidas tal como num processo evolutivo.** Quando determinadas empresas implementam mudanças radicais ou grandes reestruturações, elas estão procurando, de fato, o tal “momento milagroso”. Mas é preciso muito mais do que isso para se construir uma companhia excepcional.

Uma Cultura de Disciplina

“Quando se tem pessoas disciplinadas, não é preciso hierarquia. Quando se tem um pensamento disciplinado, não é preciso burocracia. Quando se tem ações disciplinadas, não é preciso controles excessivos”. (JC)

Comentário: Construir uma companhia excepcional demanda muita disciplina. Como vimos, disciplina é necessária para, por exemplo:

- (i) Contratar as pessoas certas – e continuar procurando por elas – e mandar as pessoas erradas embora;
- (ii) Determinar BHAGs claros e estimular o progresso;
- (iii) Manter-se fiel ao conceito “*hedgehog*” da companhia, mantendo o foco no que a empresa faz melhor e tem paixão por fazer.
- (iv) Dizer “não” a “oportunidades únicas” caso elas não se adequem ao conceito “*hedgehog*” da companhia;
- (v) Manter a fé de que tudo vai dar certo no final, mas, ao mesmo tempo, manter-se lúcido para enfrentar a difícil realidade e tomar medidas para consertar ou melhorar o que for necessário;
- (vi) Continuar trabalhando dia após dia para construir a empresa, sabendo que não haverá um “momento milagroso” que levará a empresa a excelência – só haverá o incansável esforço para avançar e procurar a melhoria contínua.

Referências:

“Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies” by Jim Collins and Jerry Porras;

“Good to Great: Why Some Companies Make the Leap... and Others Don’t” by Jim Collins.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital