

Carta Mensal

I. Análise Mensal

Depois de um retorno de -8,52% em Dez/14, o Ibovespa já começou 2015 com mais uma queda acentuada.

O Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, deu os primeiros passos para o tão esperado ajuste fiscal, que tem como meta atingir um superávit primário de 1,2% do PIB em 2015. O Ministro sinalizou, por exemplo, que o Tesouro Nacional não irá mais fazer aportes ao setor elétrico de forma a manter as tarifas de energia artificialmente baixas para os consumidores, o que muitos calculam que gerará um aumento nas contas de luz de 30% em média neste ano.

Além disso, foram anunciadas medidas fiscais como a volta da CIDE, aumento do PIS/Cofins sobre combustíveis, aumento do IOF sobre operações de crédito para pessoa física de 1,5% para 3% a.a, aumento de PIS/Cofins sobre produtos importados de 9,25% para 11,75%, dentre outras.

O setor de Educação superior, que vinha recebendo enorme “ajuda” do governo através do FIES, também sofreu sua merecida cota de ajuste. O crescimento destas empresas vinha sendo explosivo, mas altamente dependente do governo - o que tornava este crescimento artificial e frágil. A qualidade dos produtos (cursos), em geral, oferecidos por estas empresas também é questionável, bem como os reais benefícios que diplomas destas universidades, de fato, trazem para seus clientes (alunos).

Como bem disse o Ministro da Educação, Cid Gomes: "Vou pensar para frente e em qualidade. Se estão com medo, vão ficar com medo mais ainda. É pouco essa exigência de patamar de 450 [pontos no Enem para acessar o FIES] e vou defender mais rigor. Em vez de rigor no aluno, posso exigir rigor no curso. Só vou aceitar financiar matrícula nos cursos bons, com conceito excelente. Acho que a gente tem de ser muito mais exigente. Eu vou admitir 100% [de crédito] se o curso for bom. Eu não defendo quantidade, defendo qualidade. Não vou botar gente em qualquer faculdade. Tudo bem que é um financiamento, que o jovem vai ter de pagar depois, mas eu não vou contribuir para iludir um jovem que está entrando numa arapuca".

Certamente, muitas das medidas até agora anunciadas pelo Ministro Levy devem ser aplaudidas, mas infelizmente, por ora, este ajuste fiscal está ainda muito mais baseado em aumento de impostos e realinhamento para cima de tarifas do que em cortes de gastos.

No *front* “Petrobras”, o escândalo de corrupção envolvendo a estatal continuou no centro das atenções. No final do mês, a Cia divulgou uma versão do balanço do 3T14, versão esta não auditada e que não incluía baixas contábeis relativas às perdas com corrupção. De acordo com Graça Foster, presidente da Cia, a empresa conduziu um estudo com a ajuda de avaliadores independentes. Neste estudo, 52 ativos foram examinados, sendo que 31 deles tiveram seu valor reavaliado para baixo – somando um efeito negativo de R\$ 88,6 bilhões sobre o Imobilizado – e 21 deles tiveram seu valor reavaliado para cima – somando um efeito positivo de R\$ 27,2 bilhões. Foster ainda mencionou que novas informações divulgadas no âmbito da investigação da operação Lava Jato poderiam levar a Petrobras a reavaliar outros ativos, o que poderia resultar em uma perda para a empresa, de fato, maior do que o montante anunciado de R\$88,6 bilhões.

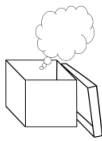
Grandes empreiteiras como a OAS, Odebrecht, dentre outras, que conduzem inúmeras obras de infraestrutura pelo Brasil, estão sendo investigadas pela operação Lava Jato como contra-partes da Petrobras no esquema de corrupção. O receio de que estas empresas venham a sofrer consequências que possam comprometer suas operações para frente espalharam pânico no mercado. As ações da Mills - empresa que tem estas grandes empreiteiras dentre seus clientes – sofreram queda de -45% entre Dez/14 e Jan/15, chegando a um preço de R\$ 5,75 por ação no fim do mês. Segundo relatório do Citi de 14/Jan/15, assumindo um cenário extremo altamente improvável de default total, se zerássemos todas as receitas provenientes destes clientes, ou seja, se eliminássemos 40% das receitas da divisão de Infraestrutura mais 10% das receitas da divisão de Rental, o preço justo por ação de Mills seria R\$ 10. Isso revela quão distorcido e mal precificado este ativo está – o que só o torna mais atraente.

Companhias do setor de Construção Civil têm, em geral, sofrido por conta de um cenário macro mais desafiador. Mesmo empresas excelentes como a Eztec, com ROE de 22% (9M14) e situação de caixa confortável, acabaram adotando uma postura mais conservadora em 2014, optando por reduzir seus lançamentos e focar na venda de estoques. A Eztec conduziu esta estratégia com primor, mantendo margens elevadas, mas suas ações não ficaram imunes às expectativas ainda mais pessimistas dos agentes para o ano de 2015. Acreditamos que o atual preço de mercado das ações reflita realmente o pessimismo dos agentes, mas não as reais perspectivas da Cia - que tem, ano após ano, surpreendido o mercado com a resiliência dos seus resultados e rentabilidade.

Sabemos que 2015 será mais um ano difícil, especialmente por conta de todas as medidas de ajuste fiscal que se farão necessárias para que o Brasil entre, mais à frente, em uma nova trajetória de crescimento. Uma parcela do mercado já está, inclusive, esperando um crescimento negativo do PIB para este ano.

De fato, 2015 não nos parece um ano em que empresas se beneficiarão artificialmente de “ajudas” do governo— uma vez que tais “ajudas” estão sendo cortadas. Assim, os participantes de mercado dificilmente terão opções de “portos seguros artificiais” para colocar seu dinheiro. Esperamos que, com isso, haja, então, uma “fuga para a qualidade” em 2015, onde as empresas verdadeiramente eficientes – especialmente aquelas com precificação totalmente distorcida – venham a se beneficiar.

II. ...Out of the Box



Nesta seção “...out of the box”, argumentamos que a sobrevivência de longo prazo de uma empresa depende basicamente das pessoas que dela fazem parte. Estas pessoas devem estar inseridas no que definimos como um Sistema Social Adaptativo. Neste sistema social, devem existir mecanismos que permitam que seus componentes – individualmente e coletivamente – aprendam e se adaptem de forma que o sistema possa evoluir.

Um Sistema Complexo é formado por muitas variáveis - ou componentes - fortemente interdependentes. Por isso, é muito difícil (i) isolar a contribuição exata de cada variável no resultado já observado, e (ii) prever o comportamento do sistema para frente, i.e., prever como mudanças em determinadas variáveis afetarão o sistema.

Note que Sistemas Complexos podem ser também meros componentes de outros Sistemas Complexos, ou seja, um Sistema pode muito bem estar inserido como um componente em outro(s) Sistema(s). Exemplos de Sistemas Complexos são: o cérebro humano, nosso sistema imunológico, o clima, o ecossistema, mercados financeiros, ou qualquer sistema social.

Dada a nossa dificuldade – talvez mesmo impossibilidade – de prever com precisão a evolução de Sistemas Complexos, qual seria a melhor forma de “navegar” em tais sistemas? Ou seja, **sabendo *ex-ante* que não conseguiremos determinar soluções satisfatórias ou mesmo prever a dinâmica evolutiva das variáveis, como proceder?**

O primeiro passo é, justamente, ter **humildade para admitir esta nossa impossibilidade**. A arrogância de acharmos que temos a solução definitiva e correta para um dado problema ou que podemos prever a evolução dos acontecimentos com precisão nos levará, fatalmente, a tomar decisões equivocadas – que podem nos custar muito caro.

De fato, **uma estratégia interessante para “navegar” em um dado Sistema Complexo seria se permitir “aprender” com ele e se adaptar constantemente**. Um exemplo óbvio desta estratégia está na própria Teoria da Evolução. Herbert Spencer (1864), em *Principles of Biology*, descreve o processo de seleção natural documentado por Charles Darwin (1859) em

On the Origin of Species como um processo de “*survival of the fittest*”. **Quem sobrevive não é o mais forte, mas sim aquele que tem a maior capacidade de se encaixar ou se adaptar ao ambiente, conforme este ambiente vai mudando.** Para possibilitar esse processo de aprendizado e adaptação, **ter flexibilidade é essencial.**

No contexto das empresas, sobrevivem, no longo prazo, aquelas que têm melhor condição de responder a mudanças no ambiente em que operam – ou seja, aquelas que conseguem aprender e têm flexibilidade para se adaptar e **innovar.**

Note que, no longo prazo, o produto ou serviço oferecido pela empresa pode nem ser mais o mesmo - como no caso da Nokia, por exemplo, que nasceu como uma produtora de borracha em 1865 e hoje é uma empresa de equipamentos de telecomunicação e tecnologia. O modelo de negócios pode também mudar, bem como o ambiente competitivo.

Então, se não é o produto inicialmente produzido ou o modelo de negócios ou o ambiente competitivo que determinam a sobrevivência de uma empresa, o que será? São **as pessoas que dela fazem parte** – e estas pessoas devem estar inseridas em um **sistema social adaptativo.**

Um sistema social adaptativo é, antes de tudo, um Sistema Complexo. Seus componentes – no caso, as pessoas – são extremamente interdependentes, suas contribuições individuais para o resultado observado são difíceis de mensurar devido justamente a esta interdependência, e a dinâmica evolutiva do Sistema é difícil de prever. O que torna este Sistema Complexo “adaptativo” é, justamente, a capacidade que seus componentes – individualmente e coletivamente - têm de aprender e se adaptar de forma que o sistema possa evoluir.

Como estabelecer tal sistema social adaptativo em uma empresa?

A resposta passa por estabelecer um sistema de incentivos que envolva meritocracia. Em tal sistema, os componentes que vão se adaptando melhor e produzindo mais passarão a progredir, ganhando importância na instituição. **Mas o que pouco se fala é no que deverá acontecer com aqueles que não se adaptarem e ficarem para trás. É necessário assegurar que tais componentes venham a perecer, como em qualquer processo evolutivo bem sucedido.**

Muitas empresas, a princípio, fazem a primeira parte do “dever de casa” (premiar os “bons”), mas têm dificuldade em executar a segunda (incentivar a saída dos que pouco contribuem). Isso, no médio prazo, pode se mostrar prejudicial para a empresa, pois dificilmente os “bons” se contentarão em permanecer em uma instituição que nutre e mantém alguns “menos adaptados”. Pode, de fato, acabar ocorrendo uma seleção adversa

onde os “bons” acabem optando por sair da instituição apenas por não concordarem com a manutenção, na empresa, de quem pouco ou nada contribui.

Sabemos que, em última análise, “ganhar” ou “perder” importância na instituição significa ser elegível a uma fatia maior ou menor dos seus resultados. Em muitos casos, essa elegibilidade envolve ganhos - ou perdas - de participação societária na empresa. Mas, para permitir a existência deste “pulmão” que constantemente oxigena a empresa, **é importante que os arranjos societários sejam minimamente flexíveis. Arranjos que já nascem “definitivos” e poucos flexíveis são ruins para a empresa no longo prazo, pois tiram dela a flexibilidade para evoluir.**

Como assegurar que uma determinada distribuição societária seja a mais adequada em um dado momento?

De fato, nos parece impossível assegurar isso. Como mencionamos anteriormente, por se tratar de um Sistema Complexo, é muito difícil isolar a contribuição exata de cada pessoa no resultado já observado - e ainda mais prever a evolução da pessoa e do sistema para frente. Assim, qualquer “solução” que se proponha para este problema será, fatalmente, insatisfatória.

Vejam que não há nada de errado com isso. De fato, a beleza é perceber que é normal que seja assim. Inicialmente, propõe-se uma “solução”. Se esta não for satisfatória, o sistema “aprende” e tenta-se outra “solução” – e assim sucessivamente. Assim, o processo adaptativo se dará por “*trial and error*”, ou seja, por tentativa e erro.

Espera-se que sucessivas interações levem a uma “solução” por convergência. Isso seria verdade em um Sistema Complexo isolado. No entanto, nosso sistema social em questão é, na verdade, um componente de outros Sistemas Complexos e está sujeito a mudanças “exógenas” no ambiente. Assim, nunca haverá uma “solução”, de fato, definitiva e se fará necessário prosseguir com o processo adaptativo *ad eternum*.

A conclusão que fica é que, no longo prazo, o mais importante para a sobrevivência de uma empresa é o time de **pessoas que dela fazem parte** – e estas pessoas devem estar inseridas em um **sistema social adaptativo**. Neste sistema social, devem existir mecanismos que permitam que seus componentes – individualmente e coletivamente – aprendam e se adaptem de forma que o sistema possa evoluir.

É, ainda, importante **zelar pelo bom funcionamento do sistema**. Qualquer tentativa de intervenção ou interferência “de fora” de quem supostamente “sabe mais” ou “tem a solução” deve ser evitada, bem como qualquer arranjo que engesse o sistema e impeça sua evolução. Em um Sistema Complexo Adaptativo podemos nunca, de fato, chegar a uma



“solução” definitiva – pois ela, por definição, não existe – mas, se deixarmos o sistema funcionar de acordo, poderemos eventualmente atingir soluções aproximadamente satisfatórias.

Referências:

Charles Darwin (1859), *On the Origin of Species*, J. Murray;

Herbert Spencer (1864), *Principles of Biology*, Williams and Norgate.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital