

ALASKA

ASSET MANAGEMENT

CARTA TRIMESTRAL

1º Trimestre de 2015

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de carácter exclusivamente informativo.

ESTRATÉGIA DE AÇÕES

No primeiro trimestre de 2015, o **Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I** teve retorno de +12,43%, ante +5,40% do IPCA+6% (*benchmark*), +2,81% do CDI e +2,29% do Índice Bovespa.

	1T15 (%)	Desde Início (%)
Alaska Black	12,43	23,49
Ibovespa	2,29	-9,87
IPCA+6% a.a.	5,4	49,76
CDI	2,81	33,45

A composição do desempenho do trimestre, por setor, é mostrada abaixo:

Ativo	Atribuição Resultado 1T15 (%)
Imobiliário	+0,72
Consumo	+5,39
Saúde	+0,96
Industrial	+0,18
Petroquímico	+0,58
Arbitragem/ Hedge	+4,95
Caixa	+0,19
Custos	-0,05
Tx. Administração	-
Total	12,4

O fundo encerrou o 1º trimestre de 2015 com as seguintes características:

1. Investimentos e Desinvestimentos: Estamos atualmente com 15 companhias no portfólio. Investimos em uma nova companhia que vínhamos acompanhando desde 2011, e atende há muito tempo nossos requisitos qualitativos. Finalmente, agora em 2015, ela atendeu também à nossa taxa

interna de retorno (TIR) mínima para investirmos. Sua entrada foi financiada pela diluição das outras companhias do portfólio;

2. TIR: A taxa interna de retorno esperada do portfólio de empresas projetada por nós é de 19,22%, ou seja, se considerarmos uma inflação de longo prazo no Brasil de 5,50%, o fundo está com uma expectativa de rendimento real de 11,43% ao ano no longo prazo. São 15 empresas com taxas de retorno individuais esperadas variando de 14,55% a 22,97%;
3. Proventos: o fundo recebeu no 1º trimestre deste ano cerca de R\$ 43,0 mil em proventos das empresas (dividendos e juros sobre capital próprio);
4. Outras Receitas: o fundo teve no 1º trimestre de 2015 um resultado positivo de cerca de R\$ 1,55 milhões em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge e remuneração sobre o caixa.

Considerando os resultados do quarto trimestre de 2014 das nossas empresas, segue o comparativo de resultados consolidados do 4º de 2014 versus 4º trimestre de 2013. Mantemos na tabela abaixo o mesmo comparativo para os terceiros trimestres de 2013 e 2014:

Varição (%)	3T14 vs 3T13	4T14 vs 4T13
Receita Líquida	6	8,19
Lucro Líquido	11,1	15,6

Vale notar que, apesar do cenário econômico adverso, nossas empresas continuam com crescimento tanto nas vendas quanto nos lucros líquidos. Vale destacar que o efeito Copa do Mundo, que impactou algumas de nossas empresas no 3T14, já se se

dissipou e no 4T14 esse efeito deixa de existir, favorecendo uma aceleração tanto da receita quanto do lucro de nossa carteira.

No 4º trimestre de 2014, o PIB brasileiro cresceu nominalmente 6,04% (queda real de 0,20%) nos últimos 12 meses, enquanto que a receita de nossas empresas cresceram nominalmente 8,19% (ganho real de 1,53%).

Quantificável versus Não-Quantificável

As frases “Nem tudo o que pode ser contado conta, e nem tudo o que conta pode ser contado”, erroneamente atribuída a Einstein, mas de autoria de William Bruce Cameron, e “Uma ideia ou um fato não vale mais simplesmente por estar facilmente disponível para você”, de Charlie Munger, apontam para um comportamento humano comum, de sobrevalorizar o quantificável. A razão disso é histórica e cultural, devido, sobretudo, à nossa educação majoritariamente cartesiana. Em análise de empresas, é um comportamento comum, e justificável, dado a abundância de dados financeiros disponibilizados pelas empresas. Margens de lucro, retorno sobre o capital, crescimento percentual, gastos com vendas, despesas administrativas, alíquotas de imposto, faturamento do mercado, *market share*, custo da dívida, em quantos países a companhia opera, quantos concorrentes existem, quanto vale o valor presente do benefício fiscal, estão todos a poucas contas e cliques de distância, e isso é o começo do problema.

De manhã, logo após acordarmos, nos inteiramos dos últimos acontecimentos do mundo, por diversos meios e fontes. Baseados nessas informações, construímos nosso modelo mental do que é a realidade. Mas isso que entendemos como realidade e o peso que damos para cada nova informação são adequados a sua real

importância? Qual seria a relevância de tudo aquilo que não chegou até nós?

Pessoas

Em relação a investimento em empresas, o que seria então um dos fatores mais difíceis de mensurar, de imensa importância, e quase sempre é negligenciado? As pessoas. Quando se fala em investir na Ambev, investir na 3M, ou na Disney, na verdade não está se fazendo uma alocação de capital simplesmente num “CNPJ” que produz cerveja, fita crepe ou desenho do Mickey. Investir na Ambev é investir nas pessoas da Ambev e nas suas capacidades. Mas e as marcas dominantes da companhia? Foram criadas, trabalhadas e desenvolvidas pelas pessoas que trabalham na Ambev. E o sistema de distribuição? Também. Alguém pensou, elaborou, começou e desenvolveu a poderosa rede de distribuição ao longo de vários anos.

Como então avaliar se as pessoas de uma determinada empresa são competentes e talentosas? Se pudéssemos entrevistar, avaliando um a um dos milhares de funcionários e sócios controladores de uma companhia, poderíamos ter um diagnóstico mais preciso, mas além de inviável, é desnecessário. Por lógica, pessoa talentosa e competente só fica numa empresa que oferece um ambiente que pessoas talentosas e competentes gostam. Assim como medíocre atrai medíocre, talentoso atrai talentoso. E como seria um ambiente que pessoas talentosas e competentes gostam? Uma empresa que exerça a meritocracia, que cresça para dar oportunidade, que dê autonomia para as pessoas, oportunidades de evolução e que tenham líderes que personifiquem a cultura da companhia. É na cultura corporativa que vemos do que a empresa é feita, a sua espinha dorsal, quais são os seus valores e o que podemos esperar daquelas pessoas. É o item não quantificável mais importante, que vai definir a capacidade de atração de talentos,

vai ditar o perfil das pessoas que trabalham na empresa, vai dar um sentido maior para a existência da companhia, além de gerar lucro para os acionistas. Assim como um ser humano dificilmente evolui se tiver como objetivo apenas comer, respirar e procriar, uma companhia dificilmente “muda de patamar”, se tiver como objetivo apenas gerar lucro.

Mesmo um negócio ruim, se administrado por pessoas boas, pode se tornar bom, melhor, ou até excelente com o tempo. Temos exemplos aos montes. A Ultrapar, fundada em 1937, evoluiu de uma empresa chamada Companhia de Gás a Domicílio, atual Ultragas, para um dos maiores grupos empresariais brasileiros. Para que essa evolução ocorresse, foi fundamental a visão de alinhar interesses entre propriedade e gestão que Pery Igel teve na década de 80. O então presidente executivo, do conselho de administração e acionista controlador do grupo, criou um programa de distribuição de ações aos principais executivos, que lhes seriam entregues entre 10 a 20 anos depois.

Dessa história percebemos que seria um erro dar peso somente às características do negócio do grupo Ultrapar na década de 80, e ignorar as pessoas e os mecanismos de alinhamento de longo prazo sendo desenvolvidos (como medir o alinhamento de longo prazo utilizando ferramentas estatísticas?). A grande decisão de Pery Igel foi o de criar um mecanismo de perpetuação da espécie, e que atraísse pessoas boas para a sua companhia.

O investidor que analisa apenas dados quantificáveis, corre o risco de deixar passar excelentes oportunidades de investimento em boas empresas, e muitas vezes paga um preço maior quando decide investir.

Fica a pergunta: numa análise de investimento, se tivermos que escolher entre (i) analisar somente os dados financeiros e numéricos do negócio, ou (ii) analisar somente as pessoas tomadoras de decisão na companhia e a cultura corporativa, o que seria melhor?

Cultura Corporativa

Na tentativa de “cumprir o *script*”, de cortar caminho, vários executivos e/ou controladores gastam tempo pensando, escrevendo e reescrevendo os textos sobre a “visão da companhia”, os “valores da empresa”, ou até mesmo a “missão da empresa”. Quanto mais ético, abrangente, com efeito, e bonito, melhor. A estratégia está errada. O que deveriam fazer é alinhar a empresa em torno dos valores e visões que já existem. Pesquisando sobre as empresas mais bem sucedidas no Brasil e no mundo, o que se conclui é que elas se concentraram no processo de alinhamento, e não em escrever o texto perfeito sobre os “valores da companhia”. A declaração de visão da companhia, ou de seus valores, vem depois. É consequência da já existência desses valores. Também não é possível “instalar” valores nas pessoas. O gasto energético não deveria ser em convencer as pessoas a aceitarem determinados valores, mas sim em atrair, achar pessoas que já tenham a predisposição para dividir os mesmos.

Os fundadores da 3M ou da Disney, não tinham esses textos em mãos quando iniciaram suas empresas. Eles tinham, sim, fortes valores pessoais e uma grande vontade e capacidade de transformar esses valores centrais em mecanismos concretos. Um exemplo emblemático é a 3M, conhecida por sua alta capacidade de inovação e de solução para problemas práticos. A empresa sempre apoiou a inovação, incentivou e protegeu a criatividade

individual. Cientistas da 3M são estimulados a separar parte do tempo para projetos pessoais, e é meta da companhia ter 30% de suas receitas provenientes de produtos novos, com quatro anos ou menos. São iniciativas claramente ligadas à cultura da inovação.

Na Disney, a cultura da companhia permeia todas as atividades da empresa. A ideologia central aparece até mesmo na linguagem utilizada pelos funcionários, chamados de “*cast members*” (membros do elenco), que tratam todos os clientes como “*guests*” (convidados). Valores definidos, visão clara e senso de identidade fortalecem e unem as pessoas de uma companhia em torno de uma causa comum. Há sentido além do lucro. E se já há estudos que dizem que a “fé cura”, pode-se afirmar empiricamente que uma empresa com funcionários fanáticos tende a prosperar mais que a média.

Em nosso processo de investimento, a cultura empresarial é o item mais relevante. Ela pode ser o maior diferencial competitivo da empresa, a origem da criação de valor de longo prazo. E a grande dificuldade não é identificá-la, mas sim ter a disciplina e a paciência para se evitar companhias com culturas ruins, por mais “baratas” que estejam parecendo aos olhos da contabilidade, e dar o devido tempo para que as empresas com boas culturas colham seus frutos. Em muitas ocasiões, obtivemos melhor êxito na análise de um investimento utilizando ferramentas ensinadas por Charles Darwin do que Benjamin Graham.

É surpreendente a capacidade de criação de valor que um grupo de pessoas boas consegue gerar. Se lembrarmos do que era a Brahma e o que a Anheuser-Busch InBev se tornou, fica fácil de entender.

Seleção de Investimentos

Não podemos cair na falácia nos sentirmos seguros ao carregar um calhamaço de páginas forradas de dados quantitativos de uma empresa. O investimento não depende só disso. Números ajudam, mas acabam servindo mais como muleta para o investidor inseguro, do que como fator exclusivo de investimento. Essa estratégia, de avolumar os materiais de estudos das empresas, muito baseados em dados quantitativos, funciona muitas vezes como grandes cortinas de fumaça.

A estratégia de fazer com que uma análise pareça “profunda”, pelo volume de gráficos, cálculos e tabelas é largamente utilizada. Quantas vezes já ouvimos fusões sendo justificadas por promessas de ganhos de sinergia, para depois os mesmos grupos empresariais receberem recomendações de *spin-offs* (desinvestimentos) dos mesmos que recomendaram as fusões, pois a separação dos negócios resultará em uma melhor precificação das partes em separado pelo mercado. Relatórios dessa natureza costumam ser recheadas de números, tabelas de sensibilidade, gráficos e estudos estatísticos, além de uma formatação bonita, como forma de justificar as recomendações.

Jamais podemos incorrer no erro do “homem com a síndrome do martelo”, onde todo problema “parece como um prego”. Não podemos sobrevalorizar o que pode ser facilmente quantificável em detrimento do que não se pode, simplesmente por termos mais ferramentas para tratá-los. Números por si só não nos dizem nada. Como filosofia de gestão, vemos muito valor na multidisciplinaridade. Há muito que se aproveitar da história, psicologia, física e biologia para suplementar nossos modelos econômicos e contábeis. Porém, ao fazermos isso, acabamos por deixar nossa ciência muito menos exata do que alguns gostariam.

Por isso gostamos da frase de Carveth Read que diz “É melhor estar aproximadamente correto, do que precisamente errado”.

Portfólio

Continuamos evitando qualquer negócio que apresente gestão estatal, fraqueza estrutural ou que dependa excessivamente de Incentivos fiscais. Empresas com modelo de negócios compreensível, boa gestão, vantagens competitivas sustentáveis e possibilidades claras de crescimento com rentabilidade são o nosso foco.

O que está entrando em nosso radar nesse início de 2015 são as empresas cíclicas, do setor industrial, sem deixar de considerar os pontos levantados no parágrafo anterior. Normalmente vínhamos evitando este setor, pela fraqueza do PIB brasileiro e pelo baixo nível de confiança dos empresários. No entanto, os preços atuais destas ações nos sugere uma precificação muito pessimista, que nos dá boa margem de segurança para o investimento.