

## Outubro de 2015

O Amazônia FIA teve um desempenho de +2,1% em outubro. Acumulamos uma queda de -3,4% em 2015, enquanto o Ibovespa teve um desempenho de -8,3% no mesmo período.

O professor de Harvard e autor do livro *The Innovator's Dilemma*, Clayton M. Christensen, passou grande parte da sua vida profissional procurando a resposta para uma pergunta: **por que é tão difícil se manter no topo no mundo empresarial?** Boas empresas, líderes de mercado e gigantes corporações sobem e descem do "Olimpo" muito mais frequentemente do que imaginamos.

Pode parecer loucura, hoje, pensar que a Apple, com um valor de mercado de mais de 700 bilhões de dólares, possa vir um dia a perder relevância no mundo corporativo. Mas isso está longe do incomum.

Um dos mais antigos índices de ações do mundo, o Dow Jones, formado pelas 30 empresas com os maiores volumes de negociação na Bolsa americana, dá-nos uma ideia da ascensão e queda de grandes e boas empresas nos Estados Unidos. Em 1959, ele era composto por Chrysler, Kodak, General Motors, Goodyear, Sears, Swift, DuPont, General Electric, Procter & Gamble, entre outras – todas gigantes em seus setores. De todas elas, apenas as três últimas continuam no índice atualmente. Nem é preciso voltar tanto no tempo: de 2005 para cá, apenas 10 anos, oito empresas do índice já foram substituídas<sup>1</sup>.

### Por que isso acontece?

Christensen descobriu, surpreendentemente, que um dos principais motivos para o declínio das grandes empresas é justamente a disciplina de seguir a cartilha da boa administração: ouvir e atender aos desejos dos seus consumidores e focar em investimentos que prometem os maiores retornos. Pode parecer paradoxal – e é por isso que o autor denomina esse conceito de o *'dilema do inovador'*.

O dilema se torna mais evidente quando uma nova tecnologia surge e revoluciona o mercado, a chamada *disruptive technology*. É natural pensarmos que esse tipo de dinâmica de "destruição criativa" só acontece com empresas de alta tecnologia, internet e computação, mas isso não é verdade. O Professor nos apresenta um exemplo de um mercado não exatamente famoso pela sua velocidade:

Até a década de 1960, as escavadeiras funcionavam com sistemas mecânicos de cabos de aço, polias e roldanas. Os equipamentos moviam grandes quantidades de terra para obras de estradas, ferrovias e canais. Com o advento do mecanismo hidráulico, apenas quatro das mais de trinta produtoras de escavadeiras conseguiram realizar a transição para a nova tecnologia e, mesmo assim, não se tornaram *players* relevantes. Todas as empresas que são hoje relevantes e líderes foram fundadas utilizando a tecnologia hidráulica desde seu início: Case, John Deere, Caterpillar e Komatsu.

O mecanismo hidráulico surgiu na Inglaterra no final da década de 40 e levou mais de 20 anos para se tornar o padrão mundial. Ou seja, as empresas então líderes tiveram tempo de sobra para se adaptar, mas por que não o fizeram?

No início, as escavadeiras hidráulicas eram pequenas e possuíam baixos alcance e capacidade de carga, não serviam para grandes obras. Por anos, o modelo hidráulico atendeu um mercado completamente diferente, com clientes e necessidades diferentes. Seguindo o manual da boa administração, as empresas líderes ouviram as necessidades dos seus clientes e investiram nos projetos de maior retorno visível, o que se traduziu em melhorar cada vez mais a capacidade de carga e alcance das escavadeiras de cabos de aço, deixando de lado a nova tecnologia emergente, pois os clientes não tinham interesse.

Enquanto isso, as novas produtoras de escavadeiras investiram continuamente no desenvolvimento da tecnologia hidráulica até que, em determinado momento, estas atingiram um nível de alcance e de capacidade de carga próximo ao da sua concorrente. Quando isso ocorreu, as escavadeiras de cabos de aço, muito menos seguras que as hidráulicas<sup>2</sup>, entraram em declínio.

<sup>1</sup> Alcoa, Altria, AIG, AT&T, Citigroup, General Motors, HP, Honeywell saíram do índice Dow Jones.

<sup>2</sup> O rompimento dos cabos de aço era uma preocupação constante no local de trabalho. Acidentes graves e até mortes eram frequentes na época.

Neste momento, já era tarde demais para as antigas produtoras mudarem todos os seus processos de produção, marketing, desenvolvimento etc. O caminho estava livre para a Caterpillar, Case, John Deere, Komatsu e demais.

Em resumo, as antigas líderes não desapareceram porque não possuíam a tecnologia, ou porque não tinham acesso à informação ou porque seus gestores eram preguiçosos ou arrogantes. Elas desapareceram porque a tecnologia hidráulica não fazia sentido para o negócio delas – até o momento que já era muito tarde.

Segundo o autor, trabalhar duro, investir na melhoria dos processos e dos produtos e escutar atentamente os anseios dos consumidores são todas boas ações para problemas de inovação incremental. Mas seguir esta receita de bolo nem sempre é o melhor caminho quando uma empresa enfrenta uma *disruptive technology*. Nestes casos, é preciso enfrentar o dilema do inovador e assumir riscos que no curto prazo podem não fazer sentido, como por exemplo investir em projetos cujo retorno seja difícil de prever no curto prazo, ou que vão contra os anseios dos consumidores, pois nem sempre eles sabem o que vão precisar no futuro.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2015	(R\$ mi)				
Itaú	166.000	22.000		7,5x	23%	6%	35%
Daycoval	2.156	400		5,4x	15%	9%	14%
Linx	2.270	115		19,7x	40%	2%	11%
IBM	522.880	60.040		8,7x	72%	5%	9%
Iguatemi	3.980	300		13,3x	20%	2%	7%
Wilson Sons	2.240	278		8,1x	20%	6%	6%
M. Dias Branco	8.260	577		14,3x	25%	2%	6%
Caixa							8%
Hedge							5%
<b>Média - Carteira</b>				<b>8,5x</b>	<b>25%</b>	<b>5%</b>	
<b>Mediana - Bolsa Brasileira*</b>				<b>14,2x</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>	

\* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

\*\* considerando recompra de ações

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012 <b>Fundo*</b>									<b>5,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>
<b>Ibovespa</b>									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013 <b>Fundo*</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,9%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>18,5%</b>
<b>Ibovespa</b>	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014 <b>Fundo</b>	<b>-4,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,9%</b>
<b>Ibovespa</b>	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,0%	-8,5%	-3,0%	-19,0%
2015 <b>Fundo</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,1%</b>			<b>-3,4%</b>	<b>9,1%</b>
<b>Ibovespa</b>	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%			-8,3%	-25,7%

\* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FIC FIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Um grande abraço,

Diogo e Helio