



encore
asset management



Carta 6
Dinheiro e Incentivos
Junho 2021

Dinheiro e Incentivos

"Mostre-me os incentivos e eu te mostro os resultados", em tradução livre, é uma famosa frase de Charlie Munger. Com vasta experiência na análise de investimentos, o parceiro de longa data de Warren Buffet nunca cansou de se surpreender com o poder dos incentivos. Nosso objetivo com essa carta é explorar brevemente esse tema.

Dinheiro é tudo? A primeira coisa em que todos pensam quando falamos de incentivo é dinheiro. Apesar do belo discurso de Francisco D'anconia^[1] que deixa clara a importância do dinheiro e tenta afastar o axioma de que ele é a origem de todo o mal, acreditamos que o dinheiro não é suficiente para motivar alguém na era do conhecimento. Com o risco de, pela referência, ser considerado *cringe*, a banda Mamonas Assassinas não parou de trabalhar mesmo com o amplo sucesso de seu primeiro disco que dizia "*Money, que é good nós num have, se nós hevasse nós não tava aí workando, o nosso work é playá*". Não era só pelo dinheiro.



Capa do álbum "O Dinheiro Não é Tudo, Mas é 100%" de Falcão, 1994.
Concordamos com a primeira parte.

Apesar de contestado por acadêmicos^[2], um dos nossos estudiosos preferidos dos vieses humanos, Dan Ariely, dedicou seu tempo para estudar quais incentivos importam, e compilou seus estudos em um livro chamado *Payoff*. A conclusão é que as pessoas trabalham duro para estarem motivadas e para motivarem os outros, mas esse trabalho é muito mais complexo e fascinante do que pensamos. Fato. Não existe verdade absoluta nesse tema. Mesmo assim, Ariely descobriu algumas coisas bem interessantes, as quais descrevemos a seguir.

Desafios Para iniciar, uma boa forma de demonstrar que as pessoas buscam desafios é tomando os escaladores de montanhas como exemplo. Ao descrever a aventura, qualquer escalador não falará sobre os prazeres, mas sim sobre as dores e desafios da empreitada e foi um evento semelhante a este que motivou Ariely a estudar o tema. Um de seus alunos que trabalhava em um banco de investimentos varou noites em claro para fazer uma apresentação impecável sobre uma fusão e, na véspera do *deadline*, quando apresentou ao seu chefe,

[1] A Revolta de Atlas, Ayn Rand

[2] Ben, R. D. (2017). O que nos motiva: uma resenha crítica do livro *Payoff: The Hidden Logic That Shapes Our Motivations*. *Perspectivas Em Análise Do Comportamento*, 8(2), 180-185.
<https://doi.org/10.18761/PAC.2017.001>

escutou "Muito legal seu estudo, parabéns, mas a operação está cancelada". Apesar da felicidade e senso de realização enquanto "subia a montanha" preparando a apresentação, saber que ninguém mais iria ver o resultado de seu esforço deixou seu aluno deprimido. Foi então que Ariely partiu para as experiências.

Incentivos Negativos Em sua primeira experiência, Ariely entregava peças de Lego para dois grupos de pessoas. No primeiro grupo, as pessoas tinham que construir um boneco com as peças e ele as pagava conforme os bonecos ficavam prontos. Para o primeiro, pagava \$3.00, guardava o boneco ao lado e perguntava: "Gostaria de construir mais um, mas agora por \$2.70?". Depois \$2.40, \$2.10 e assim por diante, testando até onde valia a pena para a pessoa continuar a tarefa. Para o segundo grupo, a lógica da precificação era a mesma, mas ao invés de guardar o boneco ao lado, ele desmontava o boneco e devolvia as peças para as pessoas caso elas quisessem construir o próximo. Ariely chamou esse segundo grupo de "condição Sisífica", os relacionando a Sísifo, personagem da mitologia grega condenado a eternamente empurrar uma pedra morro acima, mas sempre, ao chegar perto do topo, a pedra rolava e voltava à base. Essa pequena alteração retirava totalmente o propósito – minúsculo, por sinal, já que não estamos falando de construir pontes ou curar o câncer, mas sim ver bonecos prontos. A mudança fez com que a média de bonecos construídos caísse de 11, do primeiro grupo, para 7. Propósitos importam, mesmo que pequenos. Ainda pior: ao tentar correlacionar a experiência com o fato de as pessoas gostarem ou não de Lego, enquanto para o primeiro grupo era observado uma correlação positiva entre gostar de Lego e fazer mais bonecos, no grupo sisífico a correlação some. Sem propósito, a satisfação de fazer algo acaba mesmo se for algo que você goste de fazer.

Em uma segunda experiência, pessoas recebiam um papel inteiro preenchido por letras aleatórias (um caça-palavras) e a tarefa era circular sequências de duas letras repetidas. Ao terminar a folha, o pesquisador remunerava a pessoa, assim como fazia com os bonecos do Lego, reduzindo o valor para testar até onde as pessoas se interessavam pela tarefa. Dividiu-se, então as pessoas em três grupos: 1) o primeiro grupo tinha que escrever o próprio nome em cada uma das folhas, entregar cada uma ao pesquisador que olhava o trabalho do começo ao fim, dizia um "*aham, ok*" e colocava a folha em uma pilha; 2) o segundo grupo não escrevia o próprio nome na folha e o pesquisador, ao receber o papel, não olhava para ela, apenas a colocava na pilha; 3) o terceiro grupo também não escrevia o nome, e o pesquisador, ao receber a folha, a colocava em um triturador sem nem olhar para o papel. Como o leitor deve imaginar, o grupo que mais vezes fez o trabalho foi o grupo 1, chegando no ganho médio de 15 centavos pela última folha. O ignorado grupo 3 não conseguiu chegar tão longe, encerrando em uma média de 30 centavos (lembrando que a cada folha feita, o prêmio adicional era menor) mesmo sabendo que pelo fato do avaliador nem olhar o trabalho feito, os integrantes do grupo poderiam ser desonestos e fazer o trabalho de qualquer jeito só para ganhar mais. A surpresa de Ariely foi que o grupo 2 acabou ficando bem próximo do grupo 3, com apenas um pequeno ganho marginal. A conclusão é que ignorar o trabalho de alguém é tão ruim quanto triturá-lo na frente de quem o fez.

Incentivos Positivos Ao tentar mudar o teste para os incentivos positivos, Ariely dividiu trabalhadores de uma linha de produção de *chips* da Intel em quatro grupos. Se cumprida uma determinada meta, o primeiro grupo recebia um bônus em dinheiro, o segundo recebia vouchers que poderiam ser trocados por pizzas, o terceiro recebia uma mensagem do chefe com um elogio pelo trabalho e o quarto, como grupo de controle, não recebia nada. Para a surpresa de todos, o

grupo que recebeu o bônus em dinheiro demonstrou o pior desempenho, enquanto o que recebeu os elogios foi o melhor. O experimento não quer mostrar que dinheiro é uma motivação ruim, mas que colocar as motivações extrínsecas, como o dinheiro, em um contrato definido, sacrifica a confiança na relação, enquanto a motivação intrínseca, ou seja, o reconhecimento pelo trabalho, tem o efeito oposto. No caso do bônus em dinheiro, se o funcionário percebesse que em determinado dia ele não chegaria perto da meta, ele parava a tarefa bem antes e deixava para bater sua meta no dia seguinte, reduzindo bastante a produtividade média.

Ressaltamos que existem literalmente centenas de estudos acadêmicos que dizem que recompensas não diminuem o efeito na motivação como a experiência anterior parece sugerir. Cameron, Banko e Pierce^[3] concluem que, em geral, recompensas só causam efeito negativos quando são tangíveis, esperadas (oferecidas *ex-ante*) e descorrelacionadas com o nível de performance. Caso contrário, o efeito é positivo.

As pessoas valorizam o próprio esforço

Uma outra experiência de Ariely que demonstra como as pessoas valorizam o próprio trabalho foi dar uma folha de papel e instruções para um grupo criar origamis e, depois de prontos, oferecê-los para outro grupo comprar. As pessoas que replicavam as instruções e faziam os origamis viam um valor cinco vezes maior nos objetos do que os que não os fizeram e só os avaliaram. Ao repetir a experiência do origami no modo *hard*, ou seja, sem dar as instruções aos participantes, o resultado foi ainda mais impactante: sem instruções, os origamis eram mais feios, mas quem fazia achava que valiam, na média, mais que os origamis anteriores – enquanto quem avaliava achava que valiam menos. Ariely cita um paralelo com a criação das misturas para bolos fáceis de fazer em casa, por volta dos anos 40. Os bolos eram gostosos, mas a empresa percebeu que o produto não pegou. Ao fazer uma pesquisa, descobriram o motivo do fracasso: era fácil demais e as pessoas tinham a impressão de que não era um bolo de fato delas, mas um bolo de terceiros. Para resolver, tiraram então ovos e farinha da receita, e para fazer o bolo, as pessoas tinham que adicionar os ingredientes. A venda cresceu e o produto pegou. A conclusão é que as pessoas valorizam bem mais os resultados quando elas colocam esforço e trabalho na tarefa.

De onde vem a motivação?

A conclusão de Ariely com todos esses estudos é que motivação não vem só de dinheiro, mas sim da complicada fórmula **Motivação = Dinheiro + Conquistas + Felicidade + Propósito + Sensação de Progresso + Segurança da aposentadoria + Preocupação com outras pessoas + Legado + Status + Número de crianças em casa + Orgulho + Diversos outros fatores.**

Feedbacks

Dado que parece complicado, como fazemos para motivar e compensar os colaboradores na Encore? Ariely deixou claro em seus experimentos que reconhecimento é importante e ajuda em alguns fatores, como 'Conquistas', 'Sensação de Progresso' e 'Orgulho'. A forma que fazemos para que todos notem e reconheçam o trabalho de todos é através de *feedback*, seja presencial ou *online* – usamos a ferramenta da Qulture.Rocks para isso. Qualquer colaborador pode pedir *feedback* a qualquer momento. Por exemplo, todos pedem *feedback* a todos após apresentarem um caso de investimentos; além disso, temos rodadas 360° trimestrais e obrigatórias, nas quais todos avaliam todos em diversos aspectos. Temos poucos meses de vida e já fizemos uma rodada, e ficou claro como o *feedback* é uma excelente ferramenta para reconhecimento de acertos e erros.

[3] Judy Cameron, Katherine M. Banko, W. David Pierce, 2001, Pervasive negative effects of rewards on intrinsic motivation: The myth continues

Partnership Alguns pontos endereçam o fator 'Status', 'Dinheiro' e 'Conquistas', como a *partnership*. Nove dos dezesseis colaboradores são sócios, e esperamos que os outros se tornem com o tempo. Sermos horizontais ajuda no fator 'Preocupação com outras pessoas'. Há um pouco de cada colaborador no que a Encore está virando. E por aí vai.

Remuneração O mais complexo dos fatores é o 'Dinheiro', e por isso dedicaremos mais tempo a ele. Não existe verdade absoluta aqui, e sabemos que o ser humano reage a incentivos. Muitas vezes fazemos algo de um jeito que nem percebemos, mas é porque basicamente os incentivos apontam para aquele lado. E é por isso que a definição de uma política de remuneração é tão relevante, dado que ela apontará grande parte dos incentivos que o time terá. Devemos lembrar da lei das consequências indesejáveis em todas as nossas ações.

Antes de revelar nosso modelo, como *brainstorming*, vamos imaginar algumas formas de compensação "extremas" e, com isso, pensar quais são as consequências de cada um desses modelos:

1. Remuneração baseada inteiramente na performance individual:

Exemplo positivo: O colaborador fez um excelente trabalho, suas ideias realmente fizeram muita diferença na performance dos fundos e da empresa.

Exemplo negativo: As ideias do colaborador não contribuíram - ou contribuíram negativamente - para a performance dos fundos.

Modelo: Esse modelo premia muito o exemplo positivo, fazendo com que o colaborador ganhe um excelente bônus quando sua performance for positiva. Porém, se for mal, poderia levar zero ou até "ficar devendo" para o próximo período.

Incentivo positivo: Esse modelo claramente leva as pessoas a terem vontade de performar bem, trabalhar bastante, buscar casos que contribuam positivamente para a performance do fundo. Ou seja, ele é meritocrático.

Lei das consequências indesejáveis: Esse modelo traz dois possíveis problemas. O primeiro é a assimetria de *payoff*, que faz com que o colaborador acabe tendo um incentivo muito grande a tomar risco, afinal, se ele acertar ganhará um excelente bônus, e se for mal, ele não precisará pagar por isso, apenas ganhará zero. Além disso, esse modelo não premia por esforço coletivo, criando uma série de individualistas, o que certamente não é bom para a empresa como um todo. Na verdade, como o dinheiro a ser distribuído é finito, pode até levar o colaborador a torcer contra seus colegas, sobrando mais dinheiro para ele. Ao longo do tempo, esse modelo levará a uma empresa onde as pessoas se sentem mal de trabalhar em conjunto, não gostam dos colegas e, por consequência, levará a uma rotatividade de funcionários alta.

2. Remuneração fixa e crescente ao longo do tempo:

Modelo: A remuneração é fixada com base em duas curvas de evolução: o tempo de casa e tempo de carreira.

Exemplo: Um analista com 10 anos de formado necessariamente ganha mais que um analista formado há 1 ano. Um analista com 10 anos de formado trabalhando na empresa há 10 anos necessariamente ganha mais do que um analista com 10 anos de formado, mas trabalhando na empresa somente há 1 ano. É o modelo muito usado em grandes instituições.

Incentivo positivo: O modelo premia a experiência, que é bastante relevante no nosso negócio, como também beneficia os funcionários com longo tempo de casa, ou seja, premia o baixo *turnover*, que é desejável especialmente em um *business* de pessoas como o nosso.

Consequência indesejável: Esse modelo pode reduzir bastante o incentivo do colaborador para entregar aquele "a mais", buscar a excelência, ser o melhor naquilo que faz, afinal, ser o melhor dá bastante trabalho e ele não será remunerado por isso. Além disso, esse modelo não é necessariamente meritocrático, afinal, uma pessoa com menos tempo de casa, mas que esteja entregando uma performance muito acima da média se sentirá desmotivado ao olhar para o lado e ver outra pessoa ganhando mais – mesmo colaborando muito menos para o resultado.

3. Remuneração percentual definida ex-ante entre o time:

Modelo: Definição *ex-ante* do percentual que cada colaborador ficará do dinheiro a ser distribuído no período. As casas que adotam esse modelo geralmente revisam, esses percentuais uma vez por ano, de acordo com o mérito percebido.

Exemplo: colaborador A vai ficar com 8,9% do dinheiro, o B fica com 10,1%, assim por diante, até completar 100%.

Incentivo positivo: A grande vantagem desse modelo é que ele premia o time. Um colaborador certamente torcerá para que o resto do time vá bem, assim, ele ganhará mais dado que sua remuneração está fixada em percentual. Se o colaborador perceber que um investimento sugerido por outro analista é melhor que o sugerido por ele, há o incentivo em tirar sua própria recomendação e defender a do colega, o que não é algo trivial quando lidamos com times. Além disso, outra vantagem desse modelo é ser completamente previsível, ou seja, no dia da distribuição não há conflitos, não há dúvidas, é fácil.

Consequência indesejável: Um primeiro problema desse modelo é o fato de que ele sempre olha para trás, sempre para o 'retrovisor'. Vamos imaginar um analista que ainda não era tão sênior, e teve o percentual fixado em 5% em 2019, um ano que o time inteiro foi bem, mas ele especificamente acertou tudo, performou super bem. Ele será remunerado em 5%, e provavelmente verá seu percentual crescer para o ano seguinte para, digamos, 10%. Infelizmente no ano seguinte houve a pandemia e o time como um todo foi mal. Mesmo ele indo bem, ganhará os prometidos 10%, mas de uma base muito menor. Além disso, não ter uma variação em sua remuneração pelo seu esforço individual pode levar a um problema parecido com o do modelo anterior, em que o analista tem menos incentivo a entregar o "a mais", dado que ele será remunerado pelo trabalho dos outros.

Remuneração na Encore

Onde está a verdade? Qual modelo adotaremos?

Como observamos, todos os modelos têm lados positivos e lados negativos. Para nós, **a verdade está no meio**. Os três modelos serão observados como "caixinhas" separadas. A remuneração dos colaboradores irá variar dentro de uma faixa que englobe o mérito individual, fruto da performance absoluta e relativa de cada colaborador, somada a um fator crescente em duas curvas – senioridade e tempo de casa – e, por fim, dependente do time como um todo, assim incentivando o time a ser unido e valorizando quando um ajuda o outro. Em resumo, os três pontos acima serão avaliados, sendo a performance do time como um todo a variável mais importante.

Assim, tentaremos ficar com o melhor dos três modelos: esperamos que o analista tenha o incentivo de entregar o "a mais", queira trabalhar na empresa por um longo tempo e esteja totalmente alinhado em trabalhar por todos e com todos, dedicando seu tempo a ajudar outros colaboradores também.

Se notarmos que um colaborador está dando muito peso no seu trabalho individual buscando a remuneração meritocrática, poderá até ser premiado se sua performance for boa, mas certamente será penalizado na "caixinha" que avalia o trabalho do time como um todo. Por outro lado, se o time todo for bem e um colaborador não teve muito mérito individual nisso, ele será premiado na "caixinha" do time, mas certamente será penalizado na da performance individual.

Porém, como nos modelos anteriores, o nosso também tem um problema: a subjetividade, dado que o processo se torna qualitativo. Surge aqui a necessidade de uma pessoa, ou um grupo de pessoas, atuar como "juiz" nessa decisão, o que certamente terá consequências potencialmente ruins, como frustração de expectativas ou até mesmo injustiças, afinal, humanos erram. Para minimizar o problema de erros de compensação, nossa ideia é criar o *feedback do feedback*, ou seja, todos os colaboradores poderão enviar ao "juiz" alguns pontos de porque achou sua compensação boa ou ruim e os motivos para aquela conclusão. Assim, se o "juiz" concordar com o erro, é fácil compensar no semestre seguinte e a vida segue.

Tudo o que foi descrito acima tem como beneficiário final o nosso cotista. Queremos o melhor e mais comprometido time para fazer a gestão do patrimônio dos nossos clientes, a quem agradecemos muito a confiança. Acreditamos que com incentivos alinhados, reconhecimento, trabalho em grupo, méritos individuais e foco no longo prazo, com o tempo, a mágica acontece.

Encore

Completamos cinco meses de vida, o que significa que mês que vem estaremos liberados para comentar sobre o resultado. Essa parte da carta passará a ser mais preenchida então. Usaremos esse veículo para prestar contas com nossos cotistas.

E, como sempre, agradecemos a confiança.

Encore Ações FIC FIA

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.751.366/0001-02
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Auditor	KPMG Auditores Independentes
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)	Gestor	Encore Asset Management
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)	Patrimônio Líquido**	R\$ 8.818.509
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização	Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Taxa de Administração*	2,00% a.a.	Patrimônio Líquido do MASTER**	R\$ 134.091.800
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o Ibovespa	Tributação	Renda Variável
		Público alvo	Público Geral

*Este valor já incorpora a taxa de administração do FUNDO e a taxa de administração do MASTER.
**Patrimônio líquido em 30/06/2021.

Encore Long Bias FIC FIM

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.487.351/0001-89
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Auditor	KPMG Auditores Independentes
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)	Gestor	Encore Asset Management
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)	Patrimônio Líquido**	R\$ 37.604.228
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização	Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Taxa de Administração*	2,00% a.a.	Patrimônio Líquido do MASTER**	R\$ 300.762.651
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o IPCA, acrescido da média ponderada dos títulos que compõem o IMA-B 5+	Tributação	Renda Variável
		Público alvo	Público Geral

*Este valor já incorpora a taxa de administração do FUNDO e a taxa de administração do MASTER.
**Patrimônio líquido em 30/06/2021.

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso. A Encore Asset Management não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investidor deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo apresentado pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. O investimento em fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Fundos Multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com risco daí recorrentes. A Encore Asset Management não distribui quotas dos fundos de investimento sob sua gestão. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <https://www.s3dtvm.com.br/fundos/Informacoes-aos-Cotistas.cfm>. SANTANDER CACEIS BRASIL DTVM S.A., CNPJ: 62.318.407/0001-19, Rua Amador Bueno, nº 474 – 1º andar – Bloco D – Santo Amaro – CEP 04752-005, www.s3dtvm.com.br, SAC: sc_faleconosco@santandercaceis.com.br ou 0800 722 4412, Ouvidoria: sc_ouvidoria@santandercaceis.com.br ou 0800 723 5076. Encore Asset Management, CNPJ: 37.947.185/0001-56, Rua Iguatemi, 192 - 21º Andar - Itaim Bibi - CEP 01451-010, <https://encore.am>, comercial@encore.am ou +55 11 4632-4414.

