

## Princípios

*Em 2018, a Dynamo completou 25 anos. Esta Carta e a próxima são dedicadas a dois Pedros que estiveram conosco desde a primeira hora e são pedras fundamentais sobre as quais a nossa história se apoiou. Pedro Eberle, nosso estimado sócio-fundador, cujo conhecimento profundo sobre o mercado de ações produziu a faísca de ignição deste dínamo. Pedro Damasceno, sócio de uma vida toda, estará sempre com a gente em perpétuo moto de afeto e lembranças.*

Em 31 de dezembro, o Cougar completou 4 meses de operações, com resultados bastante satisfatórios. Começando com esta Carta, é nossa intenção, como gestores do Fundo, fornecer no mínimo trimestralmente aos cotistas um relato resumido do desempenho do Cougar assim como da nossa visão do mercado.

Nestes termos iniciávamos a nossa “Carta Cougar 1” datada de 7 de janeiro de 1994.

Com a promessa assumida naquele parágrafo pioneiro de estabelecer uma comunicação mais ou menos trimestral com os nossos cotistas, atingimos assim o limiar da Carta Dynamo 100. Olhando em perspectiva, as Cartas compõem um registro fidedigno das nossas discussões internas, reflexões, opiniões, autocríticas e revisões conceituais que nortearam o exercício cotidiano da nossa atividade de investidor/gestor de recursos ao longo destes anos. Sendo assim, incentivados mais uma vez por cotistas e amigos, decidimos nesta edição e na próxima compilar os momentos iniciais desta trajetória, recuperando os registros daquelas primeiras memórias.

Iniciamos lembrando brevemente o momento histórico do país na primeira metade de década de 90, a fim de situarmos o contexto do surgimento da Dynamo. A seguir, apresentamos um resumo dos principais argumentos das Cartas 1 a 16, os quatro primeiros anos. Na próxima Carta, nossa coletânea abrange os quatro anos seguintes, quando alinhavamos os textos das Cartas 17 a 32. Os comentários atuais surgem como coadjuvantes servindo apenas como *host* – ou já que há um quê de nostalgia – a modo dos antigos “lanterninhas”, encaminhando os leitores

a tomarem seus assentos e assistirem à trama principal que são os textos originais em itálico. Ao final, as Cartas 33 a 100 estão condensadas em uma única tabela configurada como um índice temático que ajuda a ordenar este vasto material.

---

Começamos então com uma breve localização do início das atividades da Dynamo. Setembro de 1993. Após seis tentativas frustradas de estabilização da moeda em menos de uma década, a inflação no país acumulava a taxa anualizada de 1.730%. O Ministro da Fazenda era o quinto a ocupar o cargo no último ano. Diante da ameaça de impeachment, o presidente eleito havia renunciado antes de completar a primeira metade do mandato. O Vice interino acabou sendo confirmado, mas o desgaste entre Executivo e Congresso permaneceu, num ambiente político de descrença e baixa governabilidade. Na política externa, o país ainda vivia à sombra da moratória de 1987. A negociação dos *bradys bonds* embora já estivesse acontecendo, só iria ser concluída no ano seguinte. Ainda não tínhamos nem mesmo classificação de risco, já que as agências desembarcariam no país de forma oficial apenas na segunda metade da década. Por outro lado, os investidores financeiros estrangeiros já se aventuravam por aqui desde o advento da Resolução CMN 1832/91 – então conhecida como Anexo IV (à Resolução 1.287/87) – que permitiu a livre movimentação de recursos financeiros de curto prazo, a partir da qual passamos a conviver com o sabor (e o dissabor) dos fluxos ariscos de capitais externos.

No ambiente do mercado de capitais, a atmosfera ainda era rarefeita. O histórico de baixa poupança no

país aliado à falta de cultura de investimentos em valores mobiliários havia demandado construções inorgânicas para estimular o desenvolvimento do mercado. No âmbito do Paeg na década de 60 foram lançadas as engrenagens institucionais, cuja ignição se daria basicamente através de incentivos fiscais, onde investidores poderiam aplicar parte de seu imposto de renda devido em fundos de ações/debêntures e companhias teriam abatimentos tributários ao tornarem-se públicas. O atalho dos estímulos artificiais cobraria ônus, conforme veremos mais à frente, trazendo agudas consequências não intencionais: uma geração de investidores distraídos e de companhias desinteressadas.

Embora já tivéssemos um aparato legal de boa qualidade – com a Lei das SA e de criação da CVM, ambas de 1976 – a ausência de envolvimento mais efetivo dos participantes prejudicava a formação de jurisprudências. Faltava à boa lei ser animada pela práxis. O segmento de renda variável era visto com particular desconfiança. Episódios como a bolha do início dos anos 70 e o “caso Nahas” em 1989 permaneciam vívidos o suficiente para recomendar cautela neste ambiente onde a assimetria entre “profissionais” e “amadores” invariavelmente traria consequências traumáticas para os bolsos do segundo grupo. Melhor recorrer à proteção rentista do *overnight*.

De forma resumida, no campo político, vivíamos imersos em incerteza com um governo de transição frágil, tendo o Congresso recentemente levado à renúncia o primeiro presidente eleito pelo voto direto em trinta anos. Na economia, éramos um país dominado por um processo inflacionário crônico e descrente quanto à sua capacidade para superá-lo. Embora tivéssemos estabelecido mecanismos de proteções automáticas, através de uma ampla indexação, natural neste contexto que o ambiente de negócios sofresse atrofias importantes, com empresários e investidores colapsando seus horizontes de visão. Daí a dominância das estratégias especulativas em nosso mercado de ações, com crescente participação dos estrangeiros, revelando a absoluta preferência por liquidez sobre considerações acerca do valor dos ativos.

É neste contexto que surge a Dynamo com a seguinte proposta: Que tal alocar parte dos seus recursos hoje administrados por grandes instituições financeiras (subentendidas como sólidas e de comprovada reputação), em um fundo de ações novo, gerido por um grupo de indivíduos recém reunidos em uma *partnership* independente, sob a premissa fundamental de que com disciplina e diligência a partir da análise exclusiva do valor intrínseco das companhias é possível construir um portfólio de ações de menor liquidez

que apresente retornos reais consistentes a médio/longo prazo? Como assim...!?

Prevalecendo o famoso aforismo de que retornos nos investimentos costumam ser proporcionais aos riscos, o resultado de ponta a ponta do cotista da primeira hora no Dynamo Cougar nestes 25 anos (de 17.237,7% em dólar, ou 22,9%<sup>aa</sup>) revela *ex-post* o quão extemporâneo representava na ocasião o enunciado do parágrafo acima. A modo das startups contemporâneas, a Dynamo nasceu a partir de um propósito. A ideia em si não era original, mas trazê-la para o contexto do país naquele momento parecia quase exótica. Somente um visionário, leia-se os amigos mais próximos, poderia aceitar considerar proposição tão precoce. A esses destemidos e a todos os outros que embarcaram posteriormente nosso mais profundo e longo agradecimento.

As Cartas destes primeiros anos podem ser classificadas como documentos fundacionais. Ali estão estabelecidos os pilares da nossa filosofia e estratégia de investimentos. Revelam o jeito de ser da Dynamo, as vicissitudes do nosso trabalho de análise, a forma como enxergamos e interagimos com as companhias, pensamos o portfólio e nos posicionamos no mercado de capitais. À luz do conhecimento de hoje, estas anotações podem parecer redundantes. Se voltarmos no tempo, notamos o quão pioneiras elas foram. Daí o propósito de organizá-las e dispô-las novamente para proveito eventual dos nossos leitores.

Já na *Carta Cougar 1*, quando registrávamos a primeira tabela de outperformance relativa, frisávamos que “*nossa principal preocupação*” seria “*com a valorização real das cotas e não com uma performance melhor do que o Ibovespa ou do que os outros fundos de ações*”. Ali já dizíamos que estávamos à procura das companhias com fundamentos favoráveis, de preferência pouco acompanhadas pelo mercado, com boa alavancagem operacional, mas que não dependessem exclusivamente da situação macro-econômica do país. Ou seja, nossa abordagem seria basicamente a de um investidor de valor *bottom up*.

Procurávamos também situações que poderiam ensinar o que chamamos de “*arbitragem patrimonial*” (fechamento de capital, regras estatutárias não observadas), onde deveríamos assumir uma postura mais ativa junto aos nossos investimentos. Mal sabíamos naquela altura que com o ímpeto de disposições precursoras estaríamos fazendo “*governança corporativa*” *avant la lettre*.

Busca por valor fundamental e arbitragem patrimonial/gestão ativa são dois elementos cuja combinação se realiza apenas com um horizonte de investimento de médio

e longo prazo. Este enunciado importante aparece na Carta 2, que se dedica a ilustrar casos de distorções entre preço e valor: i) o fato de o valor de mercado da Brahma ser quase o dobro do valor da Antarctica quando “fatores fundamentalistas não justificavam esta diferença”; ii) a questão da correção de capital para base de pagamento de dividendos mínimos nas ações classe A da Siderúrgica Tubarão; iii) a discussão do valor justo no fechamento de capital da Lacesa pela Parmalat.

Não havia evidências em nosso mercado de que estratégias de investimento com este tipo de abordagem pudessem se provar vencedoras. Além do quê, os resultados poderiam demorar a aparecer. As Cartas tinham então um importante papel educativo. Lembravam os nossos cotistas que paciência seria ingrediente fundamental para atingirmos nossos objetivos e que não deveríamos nos deixar influenciar pela dinâmica dos resultados de curto prazo. Recomendação nada trivial. Na Carta 3, era o ano de 94 e a Bolsa já oscilava em função das pesquisas eleitorais. A essa altura do mês de julho, as chances do PT eram elevadas. A volatilidade anualizada do Ibovespa rodava na casa de 65%. Uma característica muito forte da Dynamo, a preocupação de proteção de patrimônio, já se mostrava presente. Assim resumíamos nossos dilemas: *“Como não somos nem pretendemos ser especialistas em acertar movimentos de curtíssimo prazo do mercado como um todo, não achamos prudente ficar fazendo e desfazendo hedge da carteira quando não temos convicção muito forte. E mesmo quando este for o caso, preferimos fazer o hedge apenas para uma parte da carteira pois nossas ações não têm muita correlação com o índice e se estivermos errados a rentabilidade pode sofrer muito. Resumindo, preferimos apostar na nossa capacidade de descobrir ótimas companhias com preços atrativos do que tentar acertar movimentos de curto prazo do mercado”*.

Enquanto o mercado oscilava ao sabor dos ventos macropolíticos, seguíamos vasculhando as oportunidades no universo micro das companhias e do nosso mercado de capitais. Precisamente neste contexto, ainda na Carta 3, descrevemos um episódio que não poderia ilustrar melhor a sensação que estávamos num caminho promissor. Realizamos naquele trimestre um ganho de 900% em dólar da aquisição de uma emissão de bônus de subscrição (*warrants*) de Lojas Americanas. Os bônus eram praticamente ilíquidos e o elemento prosaico é que o Cougar conseguiu adquirir este lote *“após interferirmos numa operação realizada quase às escondidas no horário de almoço na bolsa do*

*Rio de Janeiro”*. Em um mercado ainda muito desarbitrado, foco e disciplina seriam bem remunerados.

Na Carta 4, FHC havia acabado de se eleger no primeiro turno. Aproveitamos para lembrar que em situações de apreciação acelerada no mercado, o Fundo provavelmente ficaria *“para trás dado o fato de estarmos posicionados em ações fora da primeira linha”*. Ainda assim, o Cougar apresentou boa performance com destaque para valorização de duas ações pouco líquidas e há meses na carteira: Lacta e Cemepe. Resultado que ensejou a oportunidade de voltarmos ao tema do elogio à disciplina. *“Este fator reforça o ponto de que para nossa estratégia de investimento dar certo é preciso ter bastante paciência e um horizonte de tempo bem mais longo do que o da maioria dos participantes do mercado”*. Cemepe – antiga Companhia Marcopolo de Participações – era mais um caso de empresa pouco conhecida, uma holding de participações onde estávamos comprando praticamente por zero a Caraíba Metais que faturava U\$ 300 milhões. Isso mesmo. Àquela altura, encontrávamos com alguma frequência oportunidades de investimento clássicas, à la Graham, tipo companhias negociando abaixo de seu capital circulante líquido, ou holdings negociando abaixo da soma de suas participações a mercado. Por fim, terminamos a Carta 4 descrevendo as razões para o nosso entusiasmo com um novo investimento promissor: Lojas Renner. Resultados interessantes, excelentes perspectivas de crescimento e P/L para 94 em torno de 5x...

Como o nosso enfoque de investimento era pioneiro e muito específico, desde o início perguntávamos qual seria o tamanho potencial das oportunidades e qual o limite de recursos sob gestão a partir do qual a performance do Fundo se veria prejudicada. Na Carta 5, revelamos esta inquietação precoce. Na altura, administrávamos U\$ 30 milhões, quando concluímos que sob aquelas condições de mercado e diante da regra de resgate do fundo em apenas D+4, nossa capacidade máxima se daria na casa dos U\$ 50-60 milhões. Independentemente do mérito do cálculo dos valores, já que felizmente o mercado de capitais no país evoluiu admiravelmente desde então, o interessante é constatar o flagrante de que a preocupação genuína da Dynamo sempre foi a de perseguir performance e não de maximizar ativos sob gestão.

Além de adequar o volume de recursos administrados ao tamanho potencial do espectro de oportunidades da nossa estratégia de investimento, outra preocupação permanente era o desbalanceamento estrutural entre passivo e ativo no fundo. Comprávamos ações pouco líquidas com um horizonte de realização de médio/longo prazo, enquanto

que a regra dos fundos de ações carteira livre determinava liquidez em d+4. Daí o extremo cuidado de atrairmos para o Fundo cotistas que compreendessem genuinamente o alcance – e as limitações – da nossa filosofia. Daí também a importância pedagógica de usar as Cartas como instrumento de comunicação para repetir que não podíamos nos deixar levar pela sedução dos ganhos nem pela desilusão das perdas de curto prazo. Assim, em um momento de forte realização do mercado no primeiro trimestre de 95 – quando o Ibovespa cedeu 30,7% em reais e o Cougar caiu 10,4% – confidenciávamos na Carta 6: *“Uma grande preocupação nossa durante este último trimestre foi com possíveis resgates. Achamos importante informar que o nível de resgate líquido no trimestre foi bastante baixo (3,5% do fundo). Isso reforça nossa confiança de que nossos cotistas têm de fato a mesma filosofia de investimentos que os administradores”*.

Aproveitávamos então aquele momento ambíguo de correção do mercado, talvez provocado pelo receio de contaminação da crise mexicana, para reforçar os principais matizes da nossa estratégia: *“Nosso enfoque é exclusivamente fundamentalista e de médio e longo prazo. Procuramos analisar as companhias com os mesmos olhos de quem iria comprar o negócio como um todo e não somente as ações. Se dentro deste critério a companhia nos parecer sub-avaliada, vamos comprar as ações independente do timing, pois em algum momento o valor de mercado vai refletir a realidade (de fato, muitas vezes o mercado acaba exagerando)”*. Em um mercado onde *“a grande maioria dos administradores prefere um enfoque em que é mais importante analisar o comportamento das ações do que das empresas”*, nós seguíamos nossa abordagem mais trabalhosa, saindo da manada, subindo planaltos para buscar melhor forragem<sup>1</sup>. De fato, dando vida ao argumento, avançávamos no texto anunciando que aproveitamos a oportunidade de correção para voltar a comprar ações de Lojas americanas e de Souza Cruz a preços que pareciam *“não descontar crescimento algum”* ou de Bradesco *“a preços que descontam a queda da inflação mas que não levam em conta o explosivo crescimento dos mercados de seguros e de cartões de crédito”*. E concluíamos animados com a carteira que refletia um P/L médio esperado para 1995 de 7x, com várias empresas de menor liquidez com P/L abaixo de 5x e *dividend yield* acima de 10%.

---

<sup>1</sup> Fizemos alusão nesta Carta à metáfora do investidor Ralph Wanger, cujo livro *A Zebra in a Lion Country* se tornaria um clássico do value investing com foco em ações small caps.

Estamos agora em julho de 1995. O plano Real completava seu primeiro aniversário e finalmente a tão almejada estabilização da moeda se provava realidade. A demanda interna reprimida se materializava numa forte expansão do consumo doméstico e das importações, facilitadas pelo câmbio apreciado. No mercado de capitais, o susto da correção recente, a alta volatilidade e a aprovação das reformas constitucionais combinados voltaram a elevar o prêmio pela liquidez e as ações das companhias estatais com chances de serem privatizadas apresentaram excelente desempenho. Neste contexto, inauguramos na Carta 7 a tradição dos títulos temáticos, com uma escolha sugestiva: *A lata de atum e o mercado de ações*.

Basicamente, como tema central do texto, passamos a explicar porque não compartilhávamos do entusiasmo do mercado em relação às potenciais privatizações das estatais – Telebrás e Eletrobrás. Não faria sentido vender as holdings, já que o interesse econômico do governo era baixo (24% e 48%, respectivamente) e neste formato simplesmente se trocaria um monopólio público por outro privado. Vender as subsidiárias também não tinha lógica já que pela legislação da época os recursos obtidos deveriam ser usados na aquisição de Notas do Tesouro Nacional de Privatizações (NTN-P), cujo economics era muito desfavorável. Como estas empresas tinham acionistas minoritários, prevíamos uma avalanche de reclamações. Diante destas inconsistências (aqui resumidas por economia de espaço, o argumento é mais detalhado), víamos com desconfiança o apetite consensual do mercado em relação a esses nomes. Daí lembrarmos da piada da lata de atum comprada e revendida sucessivamente a preços maiores. Até que um dos compradores resolve abri-la e surpreso verifica que o atum está estragado. Ao reclamar com o vendedor este responde: *“Que diferença faz? Feche logo esta lata que este atum não é para comer, é só para comprar e vender”*.

Além do hábito irredutível de examinar as latas antes de comprá-las, eventualmente ousávamos sugerir aprimoramentos junto ao fabricante. Neste caso, acreditávamos que o formato que melhor atenderia aos interesses do governo e do mercado seria a venda de *“concessões de serviço para a iniciativa privada via leilões públicos”*<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Estávamos pensando dentro das regras do jogo vigentes então. Mas, como veremos daqui a pouco, o governo usou de um subterfúgio societário e o desenho escolhido posteriormente foi o fatiamento da holding e da venda em leilões do controle de doze subsidiárias (3 de telefonia fixa, 8 de telefonia móvel e uma operadora de longa distância).

Terminamos a Carta com um parágrafo sobre um novo investimento: Nitrocarbono. Boas perspectivas do plástico substituindo o vidro, acesso privilegiado à principal matéria-prima, o paraxileno, e um *valuation* bem interessante, P/L ao redor de 5x. Boas razões, mas o investimento se provaria desastroso, um *value trap* clássico. Por ironia, este atum azedaria mais à frente, tornando-se um dos (felizmente poucos) contraexemplos do nosso rígido controle de qualidade.

Na Carta 8, *Dormindo com o inimigo*, completamos o segundo aniversário do Fundo com uma excelente performance acumulada, de 322% em dólar, versus 52,7% do Ibovespa e 131% do FGV-100<sup>3</sup>. Tratamos pela primeira vez de um tema que retornaria em futuras edições, onde sublinhamos as repercussões fundamentais entre as diferentes estruturas de controle societário nos Estados Unidos e no Brasil. Lá os conflitos se dão entre executivos e acionistas, aqui entre acionistas controladores e minoritários. A grande dispersão acionária no mercado americano acabou diluindo a pressão sobre as companhias e os executivos passaram a privilegiar iniciativas que aumentassem seu “poder de influência”, em detrimento dos retornos dos acionistas. Apenas com o crescimento do mercado de *junk bonds*, os investidores se muniram de alavancas financeiras para sublevarem-se exigindo o restabelecimento da primazia da geração de valor para todos os acionistas nas decisões empresariais.

Anotando as diferenças entre os dois mercados, dizíamos: *“A política de tratamento do acionista minoritário é um dos nossos principais critérios de análise. Em última instância, o que tentamos avaliar é até que ponto nossos interesses são coincidentes, diferentes ou conflitantes com os do acionista majoritário. Em muitos casos, nossa conclusão é que os acionistas minoritários estão na verdade dormindo com o inimigo”*. Sugeríamos um *check list* de parâmetros para analisarmos a questão: política de dividendos, compra de ações, controlador com ações preferenciais, remuneração dos administradores e dos funcionários, acesso aos executivos, compreensão pela administração do papel colaborativo dos investidores e nível de agressividade do “marketing de venda” das ações. Concluíamos com uma observação que confundia aspiração com realidade e que

se transformaria em um mantra em nossa interação com as companhias dali em diante: *“A situação tem evoluído muito no Brasil nos últimos tempos. Com a valorização geral do mercado, passou a ser possível para os controladores ganhar mais com a valorização do seu estoque de ações do que com o fluxo de recursos que passava pela companhia. Neste sentido, algumas empresas mudaram sensivelmente o tratamento dos minoritários, o que resultou em um considerável aumento dos seus valores em bolsa”*.

Nas considerações finais da desta Carta 8, anotávamos um episódio curioso: *“Estamos completando um ano da eleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso. Tentando analisar este período, imaginamos a seguinte situação: há um ano atrás um investidor teria tido acesso aos jornais de hoje e saberia antecipadamente que: (i) o dólar estaria perto de 0,95, (ii) que a inflação estaria abaixo de 1% ao mês, (iii) que a economia teria crescido perto de 5% em 1995, (iv) que as reservas cambiais estariam em torno de US\$ 50 bilhões, e (v) que as reformas constitucionais teriam sido aprovadas em sua grande maioria. A única informação de que não dispunha era a que nível estava a bolsa. O que teria feito este investidor? Provavelmente comprado ações e perdido dinheiro, pois o Ibovespa nos últimos doze meses caiu 25,3% e o FGV-100 caiu 12,8%”*. O argumento surgia como insofismável lembrete ao nosso cotista de *“como é difícil tentar acertar os movimentos globais do mercado ou investir confiando apenas em uma análise macro”*.

A Carta Dynamo 9 – daqui em diante não mais Carta Cougar –, *O primeiro ano do resto de nossas vidas?* se inicia com uma interessante consideração acerca dos efeitos do fim do longo ciclo inflacionário sobre a gestão do dia a dia das companhias. As sucessivas remarcações de preços bagunçavam a noção de valor relativo dos consumidores. Erros de gestão eram facilmente camuflados pelas companhias através dos reajustes automáticos. Com a estabilização, cochiladas na gestão de capital de giro ficaram mais evidentes. *“De maneira geral, também ganharam importância aspectos da administração antes relegados a um segundo plano, tais como planejamento estratégico, política de marcas, posicionamento de produtos e gerência de recursos humanos, que ocuparam um espaço maior, em detrimento principalmente da área financeira”*. O fim da inflação promoveu uma repaginação no ambiente competitivo das companhias fazendo com que a qualidade dos administradores se tornasse absolutamente

---

3 O FGV-100 era um índice de ações calculado pela Fundação Getúlio Vargas reunindo as cem maiores companhias privadas não-financeiras negociadas nas principais Bolsas do país, classificadas por critérios de “excelência” e “liquidez”, onde “excelência” era definida basicamente por indicadores de “dimensão” (tamanho) e “desempenho”. Ou seja, uma metodologia que gerava uma carteira mais próxima da nossa realidade de gestão.

fundamental<sup>4</sup>. Carteiras de ações que soubessem refletir essa capacidade diferenciada provavelmente se sairiam melhor. Daí que em 1995, o Cougar caiu apenas 3,6% em dólar enquanto o FGV-100, desabou 35,2% na mesma base de comparação.

Não satisfeitos com a nossa performance absoluta, aproveitamos para tecer algumas considerações sobre os nossos erros. Disposição que se manifestaria em vários textos futuros, já que a autoanálise crítica constitui elemento cultural da Dynamo. Então dizíamos: *“Além disso, fomos muito lentos em perceber a guinada da economia no segundo trimestre e as consequências que ela traria para algumas empresas de nossa carteira. De certa forma, assumimos a mesma postura de otimismo infundado e irracional dos administradores destas empresas, em lugar de atacar o problema objetivamente. Por fim não aproveitamos a queda acentuada de março, quando poderíamos ter adquirido algumas ações de excelentes empresas por preços muito atraentes. Sem querer arranjar desculpas (mas arranjando), é importante destacar que ficamos com um percentual de caixa mais alto do que desejaríamos, para fazer frente a possíveis resgates, que acabaram não acontecendo. Se o Cougar tivesse um prazo de resgate mais longo, talvez pudéssemos ter sido um pouco mais agressivos”*.

Concluimos com dois comentários adicionais. O primeiro, descrevendo as razões para o nosso otimismo com um novo investimento: Ericsson, uma das poucas companhias privadas do setor de telecomunicações com ações negociadas em bolsa que combinava perspectivas de capex interessantes no sistema Telebrás aliadas a um *valuation* muito atrativo, negociando abaixo do capital circulante líquido – naquela altura uma oportunidade já mais escassa. Curiosamente, no contexto da dúvida sobre qual sistema deveria prevalecer no Brasil (CDMA ou TDMA), argumentávamos que *“na Europa, Ericsson é sinônimo de celular, quase como Gillete é sinônimo de lâmina de barbear”*. Ainda não havia para nós Motorola, Blackberry, Smartphone, The Dollar Shave, entre outras surpresas que a inventividade da competição capitalista produz ao longo do tempo.

No segundo comentário lembrávamos do *“nosso ceticismo em relação ao risco que os investidores minoritários*

*correm com as privatizações das estatais”*. Desta vez, o sinal de alerta veio com o precedente perigoso aberto do âmbito do PROER, programa para reestruturar o setor financeiro, ao permitir o tratamento diferenciado entre ordinaristas e preferencialistas no caso de aquisição de controle<sup>5</sup>. Ou seja, o interesse do governo – acionista controlador – atropelando o equilíbrio societário. E assim, dentro da mesma indústria, pelo filtro da análise dos interesses e conflitos potenciais, nos vimos animados com as perspectivas para um fabricante de equipamentos e ao mesmo tempo céticos em relação ao caso de investimento nas operadoras. Nenhuma contradição. Apenas a lição ilustrada de que os caminhos do investidor *bottom-up* podem se bifurcar sob o mesmo teto macro ou setorial. E de passagem, mais um exemplo da nossa visão contrária ao consenso do mercado, que continuava a privilegiar tamanho e liquidez.

Propósito de qualquer *value investor* no mercado de ações mundo afora consiste em perscrutar a origem do valor fundamentalista das companhias. Em um mercado de baixa proteção legal com predomínio da estrutura de controle definido, uma segunda agenda de trabalho de igual densidade e relevância se apresenta. É preciso analisar como este valor se distribui. Pouco vale para o acionista minoritário o valor gerado e retido no caixa da empresa, ou pior, desviado pelos canais de apropriação lateral dos controladores. A partir da Carta Dynamo 10, *A chave do cofre*, passamos a tratar desta questão. De que adianta concluirmos que há ouro no cofre se não podemos abri-lo?

Tendo em mente esta provocação, apresentamos exemplos de boas experiências de companhias que geram e distribuem equitativamente seus resultados: em nosso portfólio, Brahma e Souza Cruz, através de dividendos extraordinários, e Monteiro Aranha, reduzindo o capital e distribuindo para todos os acionistas ações preferenciais da Klabin. No mercado em geral, constatamos um aumento expressivo no número de anúncios de programas de recompra de ações. Lembramos também de alguns contraexemplos. Siderúrgica Tubarão continuava a recusar a incorporação da correção do capital na base de cálculo dos dividendos e acabava de anunciar um programa de outorga de ações com vários

---

4 Não há como não fazer um paralelo neste momento com a reconfiguração do ambiente de negócios que estamos atravessando com a transformação digital. Se as repercussões hoje são ainda mais abrangentes e profundas para o futuro das companhias, este episódio do passado pode prover ao menos uma boa pista: a solução passa novamente pela qualidade da administração e sua capacidade de adaptação a esta nova paisagem competitiva.

---

5 Trata-se da revogação intempestiva pelo governo do artigo 254 da lei das SA. Nossos temores se tornaram realidade mais à frente e o governo de fato usou deste artifício para capturar prêmios exorbitantes na venda do controle das subsidiárias da Telebras fatiada. O que se viu depois foi um desfecho previsível: os blocos de controle endividados tentando fazer preço médio às custas dos minoritários, principalmente através de reestruturações societárias indecorosas.

problemas de desenho, entre os quais o preço de exercício com expressivo desconto do preço de mercado. Mas o caso da Lacta merecia o troféu de truculência societária do ano. A Endipa, holding que controla a companhia, havia comprado no ano anterior 50% da Visconti (tradicional fabricante de panetones) e agora resolvia revendê-la para a Lacta, “por um preço aparentemente quatro vezes maior do que havia pago. E para justificar este preço baseou-se numa avaliação feita por uma empresa de informática!”... Nem vinte anos depois, em plena era da internet das coisas, poderíamos imaginar conexão tão remota.

A Carta seguinte, *Investindo em ações (im)populares*, lembra outro tema muito caro aos investidores de valor: a capacidade de construir posições em companhias esquecidas, *démodées*, ou mesmo preteridas pela visão dominante do mercado. “Nunca gostamos de investir em uma ação baseados em sua popularidade. Na verdade, boa parte de nossa rentabilidade até hoje veio de posições em companhias com ótimos fundamentos mas que, por não estarem passando por bons momentos, estavam esquecidas. Não é que gostemos de ser “do contra” apenas pelo prazer intelectual que isto proporciona; só o fazemos quando temos uma forte convicção. Por outro lado, também não nos desfazemos de companhias com ótimos fundamentos só por que elas se tornaram populares. Nossas posições em Brahma e Lojas Renner, companhias que hoje são muito populares no mercado de capitais, são prova disto”.

Passamos então a descrever o nosso investimento no BCN (Banco de Crédito Nacional), proposição nada trivial na época em que o sistema financeiro brasileiro enfrentava incertezas superlativas, traduzidas no expediente de intervenções no Banco Econômico e no Nacional. Tamanha insegurança vinha estampada no valuation: quando começamos a montar a posição, o BCN negociava a P/L 1,6x, *price to book* de 25% e *dividend yield* de 16%. O banco mostrava um histórico consistente de resultados (é bem verdade, com destaque para tesouraria e câmbio), o nível de provisões parecia conservador e era um dos mais elevados do setor, mantinha uma política de dividendos/recompra ativa, tinha boa cultura e contava com um time de executivos “competitivo, competente e comprometido com o longo prazo”. Ou seja, um conjunto de predicados suficientemente atrativo para um investidor com a nossa abordagem embarcar numa trilha em busca de valor, ainda que a paisagem externa se mostrasse hostil.

A Carta Dynamo 12 completa o terceiro ano do Fundo e estabelece um formato de duas partes mais bem delineadas: um corpo central onde percorremos com maior profundidade um assunto de interesse e um texto segregado

com comentários específicos sobre o nosso desempenho no trimestre. O tema escolhido não poderia ser mais apropriado para inaugurar um desenho que permite narrativa com mais espaço e densidade: *Aprendendo com Warren Buffett*.

Buffett já colecionava 31 anos de *track record* consistente na Berkshire Hathaway (BH) e dispunha de fama e fortuna, alternando com Bill Gates a liderança no ranking *Forbes* dos maiores patrimônios pessoais do planeta. Mas seus princípios de investimentos ainda eram bem menos difundidos por aqui – na altura, havia um único livro a seu respeito traduzido para o português. Aproveitávamos então para descrevermos de forma bem sucinta sua biografia, a gênese da constituição da Berkshire como empresa de participações, as maiores exposições em seu portfólio de companhias abertas à época e principalmente apresentávamos os princípios que definem sua abordagem de investimento.

Em seguida, perguntava-nos quais companhias no Brasil eventualmente seriam elegíveis para o portfólio da Berkshire. Na época arriscamos: Bradesco, Brahma, Coteminas, Globex, Itaú, Lojas Renner e Pão de Açúcar. No final, concluímos procurando construir paralelos com nossa fonte de inspiração:

Como já deve estar claro a esta altura, a estratégia de investimentos da Dynamo é, sob diversos aspectos, inspirada em Warren Buffett. Naturalmente, é difícil comparar o modelo de Buffett com o de uma operação no Brasil, cujo veículo é um fundo mútuo que investe em ações preferenciais de companhias abertas. Os aspectos em comum que mais procuramos enfatizar são (i) visão de longo prazo; (ii)

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até março de 2019*

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
<b>60 meses</b>	120,9%	90,2%	89,3%
<b>36 meses</b>	65,4%	91,9%	90,6%
<b>24 meses</b>	40,5%	47,9%	46,8%
<b>12 meses</b>	18,8%	12,7%	11,8%
<b>No ano (2019)</b>	12,3%	8,6%	8,6%

Valor da cota em 29/03/2019 = R\$ 936,988885800

entendimento tão extenso quanto possível das companhias onde investimos; (iii) colaboração com os executivos das companhias no sentido de participarmos do processo de criação de valor para os acionistas e (iv) não preocupação com os (imprevisíveis) movimentos de curto prazo do mercado.

Seria uma pretensão inaceitável de nossa parte fazer qualquer comparação entre os resultados obtidos pela Dynamo e pela BH. No entanto, existe uma característica de Buffett com a qual nos identificamos totalmente e acreditamos possuir na mesma intensidade. Temos um enorme prazer e satisfação pessoal em fazer o que estamos fazendo, e estamos convictos de que continuaremos nesta atividade por muito tempo. Tal qual Buffett, também achamos que nossa estratégia de investimento reflete nossas personalidades e se casa perfeitamente com nosso estilo de vida. Quando se alcança esta harmonia, a chance de se obter bons resultados aumenta consideravelmente.

Na Carta Dynamo 13, *Tempos Modernos*, observamos duas tendências de mudanças estruturais na economia brasileira e nos perguntávamos como as companhias deveriam se adaptar neste cenário. A primeira era a transformação imposta pela nova realidade macroeconômica. Até então “numa economia com inflação mensal de dois dígitos, taxas de juros reais altíssimas, prazos de créditos muito curtos e um nível de atividade extremamente volátil”, manter o nível de caixa elevado era sinal de prudência e solidez. Com a inflação sob controle, os juros em queda, o BNDES mais ativo como credor de longo prazo e o ambiente competitivo para as companhias mais acirrado, a estratégia conservadora de preservação do caixa deveria ser confrontada com a decisão de buscar melhores taxas de retorno para os acionistas. Sendo assim, distribuir o caixa excedente e admitir alguma alavancagem financeira poderia fazer sentido<sup>6</sup>. “Em resumo, achamos que a boa empresa brasileira não é mais aquela que tem uma enorme posição de caixa e sim aquela que otimiza sua estrutura de capital de forma a maximizar o retorno sobre seu patrimônio”.

A segunda observação era a de que com a abertura comercial, a estabilidade macro e a expansão do mercado doméstico, o país passava a ser alvo efetivo das estratégias de expansão corporativa internacional. Algumas indústrias tipicamente globalizadas foram logo capturadas pela onda de consolidação, como o setor de autopeças, por exemplo.

---

6 Infelizmente, a tão esperada trajetória de queda consistente dos juros de curto e de longo prazos seria interrompida logo a seguir com o receio do contágio da crise asiática em 1997.

Nosso alerta era o de que a realidade local extremamente fragmentada de alguns setores onde escala e alavancagem operacional são importantes, como o comércio e varejo, poderia estar com os dias contados. Mais à frente entenderíamos que as idiosincrasias regulatórias, tributárias e logísticas no país ainda dariam muitos bons anos de sobrevida aos incumbentes nacionais competentes. Ainda assim, o recado para as companhias observarem os sinais dos tempos modernos provaria-se paradoxalmente atemporal.

Na Carta Dynamo 14, *Risco e Racionalidade*, trazemos alguns problemas de escolhas sob incerteza onde os indivíduos acabam tomando decisões que violam a lógica racional. Os experimentos estão descritos no livro clássico de Peter Bernstein, *Against the Gods – The Incredible History of Risk*. O tema nos é muito caro na Dynamo porque define a essência da nossa situação de investidor fundamentalista. Adquirimos ações desarbtradas sob o pressuposto de que um dia serão arbitradas. O mercado ora irracional, distraído, míope, confuso, precipitado, ciclotímico, ao longo do tempo deverá reconhecer a força persuasiva do valor intrínseco dos ativos e para lá se dirigir. Daí que voltaremos e este tema em Cartas futuras.

De ordem prática, lembramos ainda nesta Carta do argumento de Bernstein de que esta aparente irracionalidade estaria por trás da relativa impopularidade dos fundos indexados nos Estados Unidos. Apesar de apenas uma minoria de gestores ativos obterem uma performance melhor do que o índice a médio/longo prazo, os fundos passivos na época detinham apenas 20% de *market share*. Observávamos o mesmo no Brasil. Em nosso próprio acompanhamento de fundos de ações, nos últimos três anos apenas o Cougar conseguiu bater o Ibovespa<sup>7</sup>.

Finalizamos a Carta reforçando nossa visão não parametrizada de risco em nossos investimentos: Como

---

7 A história iria se inverter e hoje os fundos indexados detêm a maior parte dos ativos sob gestão em renda variável nos Estados Unidos. Enfim, vitória triunfante da racionalidade? Talvez. Bons gestores de fundos ativos começam a levantar a voz argumentando que este movimento parece excessivo. Afinal de contas são os investidores ativos com suas inúmeras estratégias de arbitragem que determinam a composição dos índices. Se estes se tornarem minoria absoluta, perde-se o atributo fundamental da diversidade e os índices passarão a refletir essa atrofia. É lógico que com isso deverão surgir boas oportunidades para o investidor ativo diligente, os recursos deverão migrar novamente para os fundos ativos e o pêndulo se reequilibra novamente. Interessante observar nesta dinâmica é que o que era irracionalidade lá atrás (minorias de fundos passivos) hoje não mais seria. Mas o que parece ser racional hoje (maioria dos fundos passivos), talvez já não seja mais no futuro.



vemos a *Dynamo* neste contexto? Primeiro, nossa visão de risco é mais simplista. Achamos que o verdadeiro risco para um investidor em ações está no balanço e na administração das empresas onde ele é acionista. Quanto melhor conhecermos a empresa menor o risco de sermos surpreendidos ao longo do tempo. Se é difícil prever o que vai acontecer com os mercados onde as empresas atuam, não é tão difícil identificar uma boa companhia. Achamos que uma companhia com ótima administração e situação patrimonial adequada saberá lidar com o futuro, seja ele qual for, da maneira mais eficiente possível, mantendo ou aumentando suas vantagens comparativas em relação aos concorrentes. É por esta razão que colocamos tanta ênfase na cultura das companhias e na qualidade de suas administrações.

Segundo, o número de investidores sofisticados que dedicam seus melhores talentos para acompanhar o mercado das companhias privadas no Brasil ainda é relativamente pequeno. É razoável supor que as ações destas companhias estejam mais distantes dos seus valores justos do que as ações de companhias estatais. E, por último, procuramos ser realmente sócios ativos das companhias onde o Fundo investe, ou seja, nos consideramos co-responsáveis pelo processo de criação de valor para os acionistas. Se atingimos este objetivo, nosso risco é reduzido ainda mais.

Estamos agora em meados de 1997, quando as bolsas americanas sustentavam um longo ciclo de apreciação. Alan Greenspan, então presidente do FED, havia alertado sobre os perigos da “exuberância irracional”. Na Carta *Dynamo* 15, *Exuberância Racional*, fazemos o ponto de que exuberantes tinham sido os resultados das companhias americanas nos últimos anos e que apesar da forte valorização do mercado, os lucros foram tais que os múltiplos não se encontravam no pico histórico. Ou seja, diante dos expressivos ganhos de produtividade da economia, das melhorias dos fundamentos das companhias e dos aperfeiçoamentos estruturais no mercado de capitais, a exuberância na verdade seria perfeitamente racional.

O progresso no mercado de capitais estampava o re-empoderamento dos acionistas quando a lógica de decisões corporativas passou a privilegiar a geração de valor e o retorno sobre o capital investido. Os instrumentos que levaram a esta utilização mais racional do capital foram diversos: venda de ativos não operacionais, redução de capital de giro, otimização da utilização de capacidade física, dos estoques e mão de obra, pacotes de remuneração de executivos atrelados a desempenho operacional, entre outros. Com a globalização dos mercados, a onda de eficiência seria fatalmente exportada para o Brasil

oferecendo risco para as companhias locais que teimassem em dar as costas para estes aprimoramentos importantes. Assim, concluíamos alertando para um perigo que espreita de forma permanente o ambiente empresarial: a tendência para manutenção do *status quo*. “Para companhias que têm sido bem sucedidas, é muito difícil aceitar uma mudança de cultura. Para a maioria das companhias brasileiras, os conceitos sobre os quais temos falado (otimização da alocação do capital, maior endividamento, recompra de ações, programas de opções de compra para executivos etc.) soam, de certa forma, acadêmicos. Contudo, quando o concorrente estiver vendendo por um preço mais baixo e conseguindo um retorno maior sobre o patrimônio, por estar alocando capital de forma mais racional, estes conceitos deixarão de ser acadêmicos e passarão a fazer parte do dia a dia de qualquer empresa brasileira. Aquelas que agirem de forma pró ativa estarão, sem dúvida, criando muito mais valor para seus acionistas”.

Aproveitamos a Carta *Dynamo* 16, “Quatro Anos do *Cougar-Dynamo*” para fazer um balanço do desempenho do fundo no período em que nosso retorno em dólar foi de 66,9%<sup>aa</sup>, contra 26,2%<sup>aa</sup> do FGV-100 e 35,5%<sup>aa</sup> do Ibovespa. As principais contribuições no período foram Lojas Renner, Lojas americanas, Indústrias Villares e Ericsson. No caso desta última “acertamos nos fundamentos, mas erramos no timing. Vendemos a posição muito antes do que deveríamos, devido a uma perspectiva errada quanto à margem da empresa” – influenciados é bem verdade pelos próprios executivos. Aqui aprendíamos a lição de que apesar de idealmente buscarmos conhecer os negócios tão bem quanto os executivos da indústria, nem sempre a opinião deles deve balizar nossas decisões de investir/desinvestir. Uma vez mais aproveitamos a oportunidade para reforçarmos a autoanálise dos nossos erros.

Com relação a nossos maiores erros, preferimos evitar dar nomes, mas, ao refletirmos sobre eles, observamos que duas atitudes foram recorrentes: (i) investimentos em empresas petroquímicas e (ii) investimentos em empresas ruins quando achamos que o preço da ação estava baixo demais... No primeiro caso, nossas expectativas quanto ao ciclo de preços esteve sempre errada (alguém acertou?), mas o fato é que cometemos, também, erros de avaliação quanto à qualidade da administração de algumas das companhias em que investimos, principalmente no que diz respeito ao planejamento estratégico e à gestão societária. Com relação à segunda fonte de erros, temos procurado evitar esse tipo de tentação. Dada a baixa valorização atualmente registrada nas ações de grande parte das empresas

# DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%

2019	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	17,2%	17,2%	17,6%	17,6%
FEV	-1,7%	15,2%	-4,1%	12,7%
MAR	-3,1%	11,7%	-4,2%	8,0%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 3.201.478.218

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver.  
 (\*\*) Ibovespa Fechamento.

privadas, esta não tem sido uma tarefa fácil, mas já aprendemos que existe uma grande diferença entre o preço de uma ação estar baixo e estar barato.

Ainda na Carta 16, discorremos sobre as razões pelas quais nutríamos particular interesse pelo segmento de varejo no Brasil onde tínhamos um portfólio de investimentos importantes em Renner, Americanas, Saraiva, Globex e Panvel. Tratava-se de um setor com excelentes perspectivas de crescimento, além de elevada alavancagem operacional, onde a qualidade do *management* faz total diferença. Observando a composição dos shoppings centers nos Estados Unidos, víamos boas perspectivas para o crescimento de lojas-âncoras e especializadas no Brasil, o que casava com a estratégia de expansão da Renner em São Paulo. Decisão nada trivial para uma pequena rede do Sul ir brigar no competitivo mercado paulista. Confiantes na capacidade de execução da companhia, acreditávamos no sucesso da empreitada onde a Renner poderia perfeitamente “encantar” também este público/cliente de maior poder aquisitivo. Mal sabíamos que dezessete anos depois, 67 Cartas à frente, iríamos ter a oportunidade de narrar com detalhes o que viria a ser um longo e lucrativo percurso<sup>8</sup>.

Sempre por respeito ao tempo dos nossos leitores, interrompemos aqui a primeira parte destas memórias. Esperamos que a leitura tenha sido tão proveitosa quanto foi gratificante para nós revisitar os *princípios*.

Rio de Janeiro, 2 de abril de 2019.

8 Trata-se das Cartas Dynamo 83 Renner: A geometria do varejo e 84 Renner: O percurso do palíndromo, datadas de janeiro de 2015.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720