

Carta Dynamo 39

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 3º TRIMESTRE DE 2003

www.dynamo.com.br

Dez Anos

No dia 1º de setembro de 2003, o Dynamo Cougar FMEA-CL (daqui em diante, Cougar) completou seu décimo aniversário. Idade incomum quando comparada à jovem população ativa de fundos de ações no Brasil. A sensação de maturidade nos trouxe espírito de auto-análise e vontade de visitar o passado. Se o exercício intimista e nada discreto de falar sobre nós mesmos já não nos é muito natural, a auto-crítica também em nada ajudou. Num esforço de dissuadir-nos da tarefa, a voz interior logo insinuou ser tudo isso apenas 'nostalgia precoce', 'ginástica regressiva vazia', 'petulância narcísica', 'exagero de importância para uma data tão curta'. Fomos encontrar na etimologia o conforto e o estímulo para prosseguirmos com nossos impulsos: *decênio* e *década* vêm do mesmo radical latino de *decência* e *decoro*. O exercício se justifica. Dez anos são dez anos!

Próxima etapa: com que método e métrica examinar essa década de vida do Cougar que se confunde com a história da própria Dynamo? Ao procurar respostas, vimo-nos reféns da força do hábito. Estamos atados ao vício (de ofício) que nos leva a obedecer à regra básica: não transgredir os limites de nosso escopo de competência. Seguimos o *insight*: olhar para nós mesmos com o olhar que costumamos dirigir aos outros. Vamos examinar o Cougar com olhos de Dynamo, analisando os fundamentos que justificariam (ou não) a decisão de investir no fundo. Seria a Dynamo, quando submetida aos seus próprios critérios de análise, uma boa tese de investimento?

Tolice seria pretendemos imparcialidade em tarefa tão misturada com histórias de paixões e interesses. Prometemos, porém,

objetividade e o máximo de isenção possível nas conclusões que tanto queremos positivas. Mas se tal declaração de princípios não diminuir a desconfiança do leitor, pedimos ainda assim que vá em frente. Lembre-se que esta não é uma carta comum. É uma carta-celebração, uma licença lúdica e despretenhosa que talvez esconda uma vontade inconsciente de transgredir anos de disciplina. Vamos subverter a ordem, transformando a Dynamo-empresa em Empresa-objeto. Passamos de estudantes a estudados.

O objeto (Dynamo) será examinado na clássica seqüência a que recorremos para estudar outros objetos (as empresas nas quais investimos): Histórico de Resultados, o Setor, a Empresa, Aspectos Societários, Cultura Corporativa, Administração, Pesquisa Grassroots/Clientes.

Histórico de Resultados

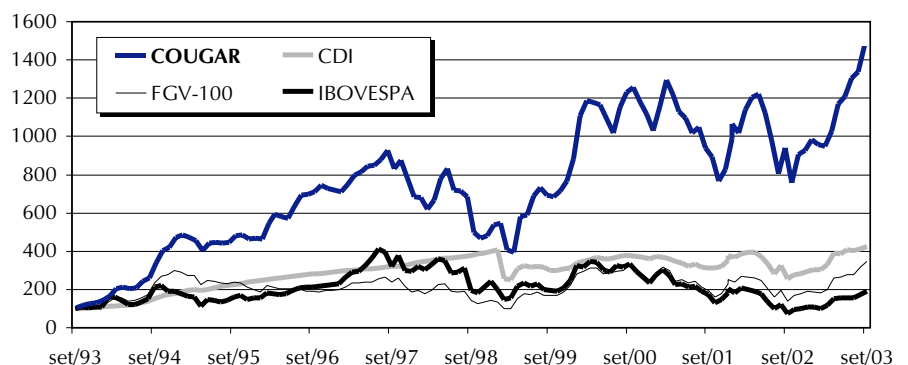
Idade e tamanho são as credenciais que permitem submeter um fundo a um processo de análise de resultados minimamente criterioso. O Cougar completou seu décimo aniversário com um patrimônio de R\$ 251,5 milhões¹. Neste período, o fundo passou por várias experiências de investimento e desinvestimento, além de uma boa diversidade de

cenários econômicos, alguns deles bastante negativos².

O rendimento nominal do Cougar desde seu início foi de 129.920,75%, ou 1.357,51% em IGP-M, ou ainda 1.453,83% em US\$. Os retornos anuais compostos foram de 30,4%^{aa} em IGP-M, 31,3%^{aa} em US\$, 23,4%^{aa} sobre o IBOVESPA e 13,9%^{aa} acima do CDI. O Cougar bateu todos os índices e indicadores com larga vantagem. Também não temos notícia de nenhum outro fundo de ações que tenha obtido performance comparável neste período. Quem investiu US\$ 10 mil no início do fundo em set-1993 teria em set-2003 US\$ 155,4 mil, conforme vemos no gráfico abaixo.

Sabemos que as companhias apresentam seus resultados de forma padronizada, adaptando-os, muitas vezes, à sua conveniência. Há sempre um período que, de alguma forma, permite alguma boa estatística para quem quer que seja. Em nosso dia a dia, costumamos olhar para os números das empresas de forma crítica, buscando ângulos de análise diversos, depurando a informação relevante. O formato dos dados de performance que citamos acima é a maneira usual pela qual resultados de fundos são apresentados publicamente. Com o benefício do

Gráfico 1 – Rentabilidade Acumulada em US\$ do Dynamo Cougar³ (Base 100)



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. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, 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.

- (1) Para efeito desta análise, estaremos nos referindo sempre aos dados de 30/set/2003 que compreende, portanto, dez anos e um mês, ou 121 meses de existência do fundo.
- (2) Ao longo da história do Cougar tivemos um plano de estabilização, quatro crises externas importantes – México, Ásia, Rússia e Argentina – e dois períodos de forte desvalorização da moeda local.
- (3) Lembramos que o IBX é posterior ao início do Cougar. Por isso, sua ausência neste gráfico.

acesso irrestrito às informações da empresa analisada, podemos propor enfoques mais precisos.

Observe o leitor que o gráfico 1 contempla a performance acumulada do fundo desde o seu início. Refere-se, portanto, principalmente àqueles cotistas que investiram em 01/09/1993. Esta aritmética poderosa pertence, então, a poucos felizardos. Qual teria sido a performance da grande maioria de cotistas que chegou depois? Qual teria sido a performance efetiva de cada um dos cotistas do fundo?

Se segmentarmos o gráfico 1 em períodos menores de tempo, teremos informações adicionais para a mesma base de dados.

Observamos no gráfico 2 que para todos os períodos escolhidos, o Cougar performou acima dos indicadores. Ainda que acrescente informações ao “gráfico do primeiro dia”, este enfoque está longe de responder a todas as perguntas relevantes. Como investidores, diante de uma série longa de resultados, apreciaríamos saber qual probabilidade – dada minha decisão de investir em um dia escolhido aleatoriamente – devemos atribuir à ocorrência de um determinado nível de retorno. Dito de outra forma: se eu sortear um dia qualquer no período de existência do fundo, qual o retorno esperado para minha aplicação até a data de hoje?

Os gráficos 3 e 4 respondem essas perguntas. No primeiro deles, vemos a taxa de retorno ao ano em IGP-M em cada dia da vida do fundo. Ou seja, o gráfico 3 mostra qual teria sido a rentabilidade anualizada de um cotista que tivesse investido, por exemplo, em 19/12/95 (IGP-M + 20,8%^{aa}) ou em 08/10/98 (IGP-M + 34,7%^{aa}) e não tivesse resgatado sua aplicação⁴.

A taxa média dos retornos anualizados foi de IGP-M + 18,9%. Repare o leitor que esta taxa é inferior ao resultado obtido pelos investidores do primeiro dia do fundo (IGP-M + 30,4%). No entanto, notem também que se a probabilidade de um investidor que não tenha participado do início do fundo obter uma performance igual ou maior à ‘fundacional’ foi de apenas 3,5%, os dados do gráfico nos mostram que a probabilidade de qualquer investidor obter um retorno acima de IGP-M + 15%^{aa} no Cougar foi de 73,1% e acima de IGP-M + 7%^{aa} de 100%. Só como referência,

Gráfico 2 – Retorno Anualizado em IGP-M (Até 30/09/2003)

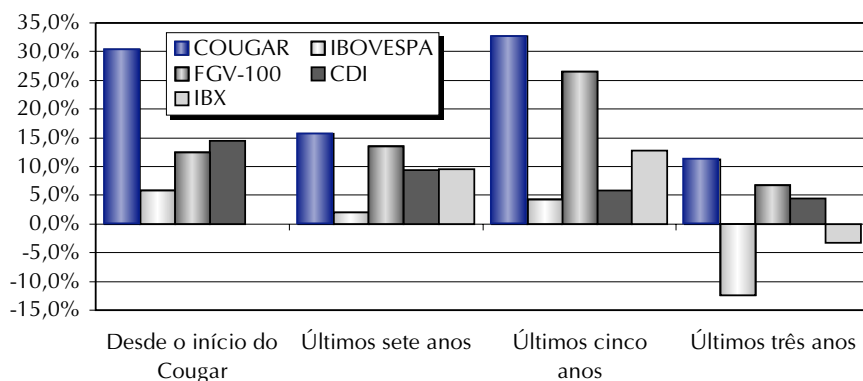


Gráfico 3 – Cougar X Ibovespa (em IGP-M)

Retornos anuais obtidos em aplicações feitas em qualquer dia na vida do Cougar até 30/09/2002

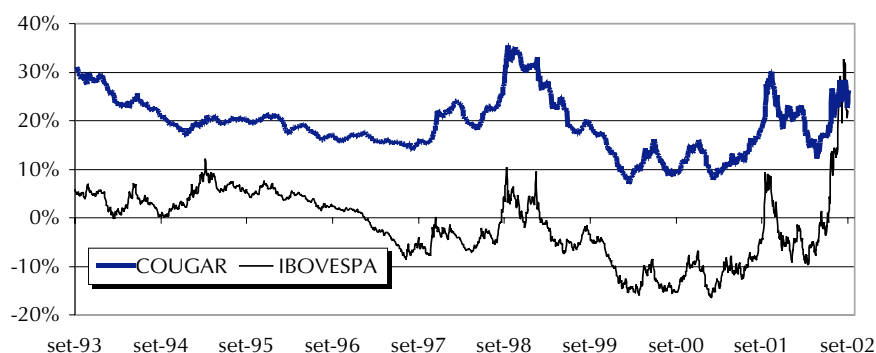
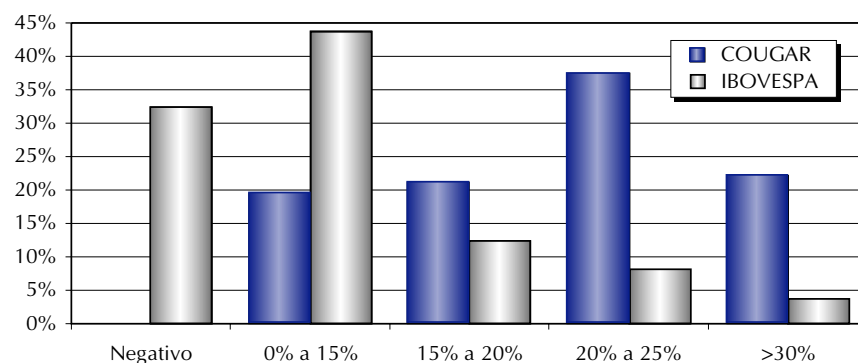


Gráfico 4 – Frequência de retornos em IGP-M ao ano em aplicações de 5 anos



para estes mesmos níveis de retorno – acima de IGP-M + 15%^{aa} e de IGP-M + 7%^{aa} –, a frequência de probabilidade de sucesso do índice Ibovespa foi de apenas 1,2% e 6,9%, respectivamente. Ao longo de praticamente toda a vida do fundo, um investidor do Cougar obteve resultado acima do Ibovespa, sendo esta diferença anualizada, em média, de expressivos 20 pontos percentuais. É interessante observar que a probabilidade de retornos inferiores a IGP-M + 10%^{aa} no Cougar foi de apenas 6,5%, tendo se concentrado num período relativamente curto e recente, devido principalmente ao repique do IGP-M no ano

de 2002. Para este mesmo nível de retorno, inferior a IGP-M + 10%^{aa}, a frequência de probabilidade do Ibovespa atingiu a marca de 96,6%.

Por outro lado, nem todos que investiram no Cougar permanecem cotistas até hoje. Cabe perguntar qual teria sido o retorno daqueles que ficaram no fundo durante quaisquer períodos, por exemplo, cinco anos, intervalo de tempo que consideramos apropriado para uma análise de resultados. Na tentativa de tornar os números mais inteligíveis, agrupamos os resultados em intervalos de frequência (gráfico 4).

(4) Excluímos deste gráfico as aplicações feitas há menos de um ano, ou seja, posteriores a setembro de 2002, a fim de evitar as distorções causadas pela anualização dos resultados.

Ou seja, 80,5% dos investimentos teóricos no Cougar durante qualquer período de cinco anos obtiveram retorno superior a IGPM + 15%⁵, contra apenas 23,9% do Ibovespa.

Refinamos ainda mais nossa análise para investigar o desempenho de cada cotista do fundo, mais especificamente, de cada aplicação no fundo. Isto é, ao invés de tomarmos uma data de subscrição ou um período de permanência aleatórios (gráficos 3 e 4), identificamos cada ordem de investimento ocorrida ao longo da história do Cougar, anteriores a 30/09/2002⁵ – que ainda não tenha sido resgatada – e analisamos sua performance separadamente em relação ao *benchmark du jour*, o CDI. Obtemos os seguintes resultados: 100% destas aplicações obtiveram retorno acima do CDI e 41,2% acima do CDI + 10%⁶ (dez pontos percentuais). Se a opção destes investidores tivesse sido o Ibovespa, apenas 13,1% deles teriam tido retorno superior ao CDI e 9,4% ao CDI + 10%⁶.

O leitor pode estar sentindo falta da menção a outros fundos de ações. Além do constrangimento das comparações abertas, encontramos dificuldades em selecionar fundos com propósitos técnicos comparáveis ao Cougar e que estejam no mercado por um período de tempo razoável. Lembre-se que nossa indústria é muito jovem e, provavelmente, continuará sendo, pois fundos com resultados insatisfatórios são eventualmente fechados, liquidados ou incorporados em outros com melhores performances, num processo voluntário de seleção, às vezes natural, às vezes artificial. De qualquer maneira, independente do tipo de fundo e de seu tempo de vida, é muito difícil obter informações que subsidiem os cálculos e tabulações que apresentamos acima, principalmente para os prazos longos que consideramos. Por conta destas dificuldades, optamos por uma análise mais detalhada, introspectiva e exclusiva do Cougar.

Parece-nos razoável concluir que os resultados do Cougar resistem a um escrutínio mais rigoroso, mostrando-se consistentes ao longo do tempo e superiores aos indicadores usuais de custo de oportunidade das

diversas classes de ativos. Incentivamos o leitor metucioso a usar sua criatividade em análises adicionais dos números do fundo, permitindo-nos sugerir que, para isso, recorra à ferramenta 'performance interativa', disponível em nosso site⁶.

O setor

Nossa análise de investimentos é preferivelmente *bottom-up*, ou seja, as razões para a decisão de investir são determinadas, em última instância, pelos fundamentos das empresas. Entretanto, considerações setoriais e, eventualmente, cenários macroeconômicos devem ser examinados como fatores subjacentes. Portanto, cabem aqui alguns comentários sobre as perspectivas do "setor" ou do "segmento" de negócios na qual a Dynamo se insere, – o mercado de ações no Brasil. Seremos breves pois nossa opinião sobre o assunto já é conhecida do leitor que acompanha nossas cartas trimestrais.

No varejo de projeções setoriais, encontra-se um amplo espectro de opiniões sobre o futuro do mercado de capitais. Há os céticos de plantão que afirmam que nosso custo de capital jamais será competitivo num ambiente de mercados financeiros globalizados. Como evidência empírica, costumam citar a queda no número de companhias abertas na Bovespa. No extremo oposto, os mais otimistas enxergam uma oportunidade histórica de crescimento do mercado de capitais local. O esgotamento do modelo de investimentos via recursos públicos coincide com projeções de taxas de juros declinantes, abrindo espaço para reversão do efeito de *crowding out* da poupança privada.

Ao longo dos últimos anos, tanto pelo lado da demanda quanto da oferta, surgiram alguns elementos novos no cenário geral. Vivemos um ambiente institucional de estabilidade da moeda, de cultura de propriedade privada e de democracia consolidada. A Lei das S/A foi atualizada, a governança corporativa é prática cada vez mais comum entre acionistas e a Lei de Falências está na ordem do dia. Mais: as companhias, num ambiente competitivo aberto, precisam investir. O padrão de financiamento para um novo ciclo de expansão da capacidade produtiva

não parece oferecer muitas alternativas; o autofinanciamento é limitado, o orçamento público está comprometido e a captação externa não tem servido a este propósito, ao menos na escala e nos prazos necessários. Tudo leva a crer que este papel será destinado ao mercado de capitais. Além disso, o espaço ocupado pela renda variável no estoque total de poupança interna ainda é muito baixo.

Por outro lado, alguns elementos desejáveis que poderiam catalisar o desenvolvimento do mercado permanecem ausentes. No campo microeconômico, por exemplo, uma cultura empresarial menos avessa ao risco, um *enforcement* de contratos e compromissos mais efetivo e menores custos de transação. Na esfera macro, um CDI mais discreto⁷.

Ainda assim, dificilmente o ambiente de negócios hoje pode ser tido como pior do que em 1993, no início da Dynamo, quando a inflação rodava na casa dos 30% ao mês. De lá pra cá, o valor da capitalização da bolsa sobre o PIB saiu de 22,7% para 33,1% e o volume anual negociado na Bovespa sobre o PIB passou de 8,8% para 10,5%⁸. Os números foram tímidos, mostrando espaço potencial para avanços futuros.

Tudo indica que o cenário para o mercado de ações deveria melhorar gradualmente. Numa hipótese pessimista, deveríamos esperar um 'contexto setorial' nos próximos dez anos parecido com o decênio anterior. E mesmo neste ambiente, a Dynamo apresentou bons resultados, sabendo aproveitar as oportunidades de um mercado difícil e, muitas vezes, adverso. Nossas expectativas deveriam convergir para uma preservação da performance que vem sendo apresentada pela empresa, com eventual *upside* de ventos mais favoráveis caso se confirme a combinação de crescimento com financiamento via mercado de capitais.

A empresa

A análise de um ativo passa à categoria de oportunidade de investimento quando conseguimos identificar suas vantagens competitivas e entendemos que estas poderão durar um bom tempo. No negócio de

(5) Excluímos as aplicações mais recentes, com menos de um ano de prazo, a fim de evitar distorções, pois teríamos que anualizá-las.

(6) Este recurso fornece a rentabilidade do Cougar em qualquer período que se queira, além dos diversos índices de bolsa – Ibovespa, IBX, FGV-100 – e de indicadores econômicos – dólar, CDI, IGPM. Basta escolher as datas e combinar as variáveis para se obter a performance relativa no período desejado.

(7) Em nossa Carta Dynamo n. 26, discutimos sobre o efeito perverso de taxas históricas de juros elevadas sobre a decisão de alocação de recursos em ativos menos líquidos.

(8) Fonte: Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais, MB Associados, Série Estudos, promovida pela Bovespa, junho 2000.

gestão de recursos em renda variável, identificamos três elementos que, juntos, podem compor o *edge* de uma empresa bem sucedida. São eles:

- i) A estratégia de investimento (se bem definida, consistente, vencedora);
- ii) A disciplina para perseguir e não se desviar da estratégia;
- iii) A capacidade para executar a estratégia.

Examinemos brevemente a Dynamo sob estes aspectos. Sua estratégia de investimento pode resumir-se em duas linhas: análise fundamentalista, orientada para a identificação do valor intrínseco do negócio, com horizonte de investimento de médio e longo prazos.

A disciplina neste enfoque de investimentos é fundamental. A escolha ativa de empresas requer paciência, persistência e uma certa capacidade de abstração dos movimentos endêmicos do mercado. Manter a filosofia quando a maioria celebra caminhos alternativos exige disciplina e foco. Modismos setoriais ciclóticos, fluxos inexplicáveis de liquidez, euforias ou pessimismos infundados, diversas são as seduções e neuroses do Sr. Mercado. O Cougar jamais alterou sua estratégia de investimento. Nem *'contrarians'*, nem *'followers'*: ao longo destes dez anos a Dynamo manteve o leme sempre apontado na direção dos fundamentos operacionais das empresas.

Resta-nos o terceiro ingrediente. A capacidade de execução é o fermento que faz da disciplina produtividade e transforma a estratégia em retorno. Capacidade resume-se a DNA empurrado por trabalho e estudo. Na Dynamo, a proposta de gestão de recursos é trabalho-intensiva. Consiste na seleção e análise ininterruptas de investimentos e no monitoramento ostensivo dos ativos, sendo o processo produtivo submetido a um controle de qualidade eficaz, onde as hipóteses são continuamente testadas. O trabalho é o de buscar dados relevantes até em lugares mais distantes do centro de informações das companhias: clientes, fornecedores, consumidores, associações de classes, notas de rodapé em relatórios de auditoria, etc. O estudo transforma tudo isso em entendimento, em diferencial tecnológico⁹.

É interessante observar que sendo o conhecimento o principal fator produtivo da Dynamo, a passagem do tempo não impõe o desgaste necessário da depreciação. Ao contrário, se o estudo é intermitente e bem orientado, o tempo é aliado que acumula estoque de capital e produz vantagem competitiva. A cada ano, a *intelligentsia* sobre empresas e negócios se aprofunda e o *network* de contatos se expande, sem falar no aprendizado com os erros cometidos. Em uma frase, a Dynamo de hoje parece bem mais equipada do que aquela de dez anos atrás.

Aspectos Societários

Outro aspecto essencial no processo de investimento da Dynamo consiste na análise da dinâmica das relações societárias. Seja pelo estudo dos documentos pertinentes – estatutos, acordos, contratos –, seja pelo monitoramento das práticas corporativas, busca-se identificar a estrutura de alinhamento de interesses na sociedade, que pode ser observada sob dois ângulos: i) entre os acionistas; ii) entre a administração e os acionistas.

No domínio das relações entre acionistas, uma leitura do “contrato social da sociedade Dynamo Administração de Recursos Limitada”, permite-nos concluir que a Dynamo é uma autêntica *partnership* onde as decisões são compartilhadas pelos sócios.

Na esfera das relações entre administradores e acionistas, o documento social relevante é o regulamento do Cougar. Aqui, chamam a atenção alguns itens pouco ortodoxos que demonstram o bom espírito¹⁰ das regras ali estabelecidas. Por exemplo, a taxa de liquidez – devida pelo investidor que se retira em menos de noventa dias após ter investido – é revertida para o fundo em benefício de todos os cotistas e não para o administrador. Da mesma forma, a previsão de que, em caso de patrimônio negativo, são os administradores e não os cotistas que devem arcar com os prejuízos. Mais importante do que um bom contrato social é a própria prática de gestão. Neste caso, também identificamos algumas decisões que mostram a “liberalidade” dos gestores: o fundo jamais reajustou a base para cobrança da taxa de performance, mesmo tendo ficado dois longos períodos (2,6 anos em 97/98 e 3,5 anos em

2000/03) sem fazer jus a ela. Mais importante, no ano de 2000, os gestores decidiram alterar o *benchmark* do fundo de IGP-M para IGP-M + 6%^{a.a}, decisão pouco notada, mas da maior relevância para a rentabilidade auferida pelos cotistas desde então.

Outros aspectos da sociedade reforçam a estrutura de alinhamento de interesses: parte importante do patrimônio dos gestores está investida nos fundos, a estrutura de remuneração do gestor é variável dependendo exclusivamente da performance operacional dos fundos e os gestores não têm quaisquer outras atividades ou fontes de receitas relevantes, senão a gestão dos fundos. No nosso melhor julgamento, os contratos parecem adequados aos interesses dos investidores e são ratificados pela prática da gestão.

Cultura Corporativa

A cultura é um elemento fundamental na vida de uma empresa, que pode determinar a direção dos seus resultados operacionais e o próprio sucesso ou fracasso corporativo.

Nas instituições financeiras, principalmente bancos de investimentos, o traço cultural predominante é o estímulo à competição individual. Em muitos casos, o pressuposto é que, desta forma, se obtém por prazo que depende da *endurance* de cada um, o máximo de eficiência *per capita*. O problema deste modelo é que parte da energia do indivíduo-competidor é despendida na produção do “bolo” a distribuir e parte na disputa interna por esta distribuição. No limite, cada soldado disputa duas guerras ao mesmo tempo. Não obstante, é inegável que este sistema tem gerado bons resultados financeiros para estas instituições, que prestam serviços, em geral, de boa qualidade. Mesmo assim, o sofrimento pode ser razoável, como bem ilustra esta passagem que transcrevemos em seguida. Trata-se de um depoimento de um graduado funcionário de um importante banco de investimento americano. Seria cômico se não fosse incomodamente verdadeiro.

“The place (trata-se do banco em questão) was disgusting and unpleasant and rapacious. On the other hand, despite the poor year, we still had been paid a fortune. Was it worth it? Were we that greedy? These were

(9) O processo de transformar informação em conhecimento é tarefa nada trivial, contendo diversas armadilhas. Uma delas é o ruído que os dados não-relevantes podem aportar na análise. Há diversos estudos recentes sobre este problema, como por exemplo, Chinander K., Schweitzer M. *The input bias: The misuse of input information in judgements of outcomes in Organizational Behavior and Human Decision Processes* 91 (2003) 243-253.

(10) O termo, um tanto vago, tem para nós o sentido de justiça, entendida como John Rawls em *Justice as Fairness: A Restatement*, Harvard University Press, 2001, ed. Erin Kelly.

the prevailing questions of our time. Until recently the answers clearly had been yes, yes, yes. Now I wasn't so sure. I asked the other salesmen if they shared my mixed feelings and was surprised to discover that most did. However, they insisted that the money was worth it, maintaining that the love of money was not the root of any evil at all. Out of curiosity, I asked everyone what other jobs they would be willing to take instead of their current job at The Bank if the pay remained the same. The answers were extraordinary. For the same pay, I asked, would you rather work at a summer construction job on the Long Island Railroad or at the Bank? Everyone agreed, without question, construction on the LIRR. Would you rather work at McDonald's or at the Bank? For the same pay, McDonald's without any doubt. Mowing lawns or the Bank? Definitely lawns. Shoveling manure or Bank? Manure sounded pretty good to everyone. Prostitution? Sign us up. Ditch digging? Sure. Sewer repair? No problem.¹¹

Hoje se sabe – até mesmo empiricamente¹² – que as táticas cooperativas geram pay-offs superiores, ou seja, estratégias colaborativas produzem resultados coletivos mais eficientes do que o somatório de decisões “egoístas”. Acontece que a solução coletiva não é simples quando os agentes são racionais (quando não são, diríamos que há uma deficiência no processo de seleção de pessoal). Ao cooperar com alguém, perde-se a oportunidade de agir sozinho e ficar com tudo para si. Se todos pensam assim, é óbvio que o resultado corporativo pode não estar otimizado. Muitos objetivos que poderiam ser alcançados em grupo são colocados em risco pelo excesso de voluntarismo, estimulado pelo sistema de remuneração/prestígio no trabalho. O problema é tão maior quanto maior for o grupo envolvido.

Bem, voltemos à Dynamo. Como se comporta esta sociedade? Aparentemente, de modo oposto ao que vínhamos apontando. O ambiente é orientado para a ação coletiva, onde o problema do free-rider não se coloca, justamente pelo fato de ser uma empresa com

poucas pessoas. A competição na Dynamo é externa (mercado) e interior (superação pessoal). Internamente, o ambiente é de cooperação, onde as tarefas são compartilhadas e os esforços somados. A participação nos resultados não é baseada em eventos episódicos, mas na contribuição que cada um constrói ao longo do tempo, *pari passu* à reputação da própria empresa.

Se a cultura é a atmosfera do ambiente de trabalho, a ética é o oxigênio da companhia. Cumprimento da legislação e respeito aos contratos são questões básicas de direito. A ética chega onde a lei não alcança: nas dúvidas não reguladas, nas interpretações não contratadas, na ambigüidade das entrelinhas. Aí são necessários outros parâmetros de julgamento que transcendem a lógica oportunística dos negócios. Vale a boa-fé. Os indícios observados na companhia são de que prevalece o respeito às pessoas e à integridade do tribunal da consciência individual. Consta que, na Dynamo, nunca se tomou decisão onde houvesse desconforto ou dúvida moral pessoal de qualquer dos sócios envolvidos, independente do tamanho de sua participação societária. A validade deste critério costuma ser testada pela avaliação da reputação ética da empresa pelos seus cotistas, parceiros e contra-partes. Até hoje, o feedback tem sido muito satisfatório.

Onde o ar é puro, o exercício torna-se propício. Um traço coincidente das pessoas que trabalham na Dynamo é uma intensa atividade física, costume adquirido desde muito cedo na vida. Como praticantes, encontram no esporte imagens adicionais para descrever outros aspectos desta cultura: a competitividade, manifesta numa vontade intensa de ganhar todas as partidas, o *drive*, ou seja, a motivação renovada de superação das próprias marcas; o *fair play*, isto é, o procurar vencer obedecendo as regras e respeitando o adversário e o juiz; o querer estar no time (*turn over* da Dynamo sempre foi baixíssimo, praticamente inexistente); o prazer de jogar para o time e não para a torcida, nem para imprensa (*low profile*).

Se o estatuto social é o código genético da companhia, a cultura é o seu temperamento, o “jeito de ser”. E a cultura da empresa reflete os valores, pensamentos e comportamentos de seus participantes. Warren Buffett dizia que “nossa atitude [de investir] ajusta-se às nossas personalidades e à maneira pela qual queremos viver nossas vidas”¹³. A cultura da Dynamo parece adequada à sua proposta como empresa e ao estilo de vida de seus sócios. Talvez esta seja uma das razões para os bons resultados da empresa e para os que lá trabalham poderem afirmar ter o privilegio de, “como costuma dizer Buffett a respeito da Berkshire, irmos todo dia de manhã trabalhar *tapping and dancing*”.

Administração

Investigar a qualidade técnica, a seriedade moral e a competência de gestão dos administradores é fundamental. A administração é, de fato, a alma do negócio (ao menos quando negócio tem alma). Certa vez, em um encontro anual da Berkshire Hathaway, Warren Buffett – perdoem-nos, ele de novo – contou à platéia que seus acionistas costumam perguntar-lhe o que seria da companhia se um caminhão cruzasse seu caminho. Com o bom humor e a presença de espírito usuais, Buffett disse-lhes que ficava feliz com a formulação desta pergunta. Ruim seria se lhe perguntassem o que aconteceria se um caminhão não o atropelasse¹⁴. Melhor do que ninguém, Buffett conhece os problemas que uma má administração pode trazer para um investidor de longo prazo.

Uma análise da gestão apresentada pelos gestores já é levar longe demais o ludismo que nos demos direito por conta da satisfação pelos dez anos completados. Consideramo-nos impedidos de executá-la. Suspenso o juízo, passamos a diante e ao leitor o encargo da tarefa. Um aviso importante para o investidor: não temos o hábito de tráfegar a pé distraidamente. Estatisticamente, a chance de trombarmos com um caminhão talvez seja remota. Portanto, sugerimos rigor na análise.

(11) O lugar (o Banco em questão) era repugnante, desagradável, e predatório. Por outro lado, apesar do ano ruim, continuávamos a receber uma fortuna. Mas será que valia a pena? Será que éramos tão gananciosos? Estas as questões predominantes naquela época. Até recentemente, as respostas eram claramente sim, sim, sim. Mas agora, eu não estava mais tão seguro. Perguntei aos outros vendedores se eles compartilhavam das minhas dúvidas e fiquei surpreso ao constatar que a resposta da maioria era positiva. Só por curiosidade, perguntei a todos qual outro emprego estariam dispostos a aceitar se a remuneração fosse a mesma do Banco. As respostas foram extraordinárias. Pela mesma remuneração, você preferiria trabalhar durante o verão na construção de uma ferrovia para a Long Island Railroad ou no Banco? Todos concordaram, sem dúvida, construção para a LIRR. No McDonald's ou no Banco? Pela mesma remuneração, McDonald's, com certeza. Cortando grama ou no Banco? Definitivamente, na grama. Juntando estrume ou no Banco? Estrume estaria bem para todos. Prostituição? Conte conosco. Cavando valas? Certamente. Conserto de esgoto? Nenhum problema.

(12) Ver Robert Axelrod, *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books, 1984.

(13) Berkshire Hathaway, Relatório Anual, 1987, p. 15.

(14) Citado em *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*, Lawrence Cunningham, Paperback, 2001.

Grassroots

A empresa moderna deixou de definir-se nos termos estreitos de suas relações produtivas intra-muros para tornar-se um "sistema adaptativo complexo"¹⁵, uma realidade dinâmica de relacionamentos com agentes externos e de interações com a sociedade. O ambiente globalizado derrubou proteções, golpeou o confinamento dos monopólios, impondo a nova ordem competitiva da eficiência na cadeia de produção e do imperativo do consumidor. A empresa volta-se para fora, alerta aos sinais vitais do mercado. É preciso que a técnica da análise acompanhe o dinamismo deste movimento, sob pena de obsolescência.

Grassroots research é um processo de análise mais abrangente, compatível com esta nova realidade, que vai buscar as 'raí-

zes' das informações relevantes para a tomada de decisão de investir. Trata-se de ampliar o escopo do estudo investigando também a periferia das relações de negócios das empresas: clientes, fornecedores, consumidores, colaboradores, concorrentes, associações, sindicatos, etc. É um trabalho extensivo, consome uma quantidade razoável de tempo, mas é também uma vantagem comparativa inestimável. Além disso, demanda uma metodologia específica que vai sendo aperfeiçoada com a experiência, caso contrário haverá mais informação do que conhecimento.

Na procura de grassroots para os fundamentos de uma companhia, quase sempre os primeiros personagens a serem considerados são os clientes. No caso do Cougar, a análise da natureza da base de clientes torna-se muito relevante, tendo em vista o hori-

zonte de investimento do fundo (médio e longo prazos) vis-à-vis o prazo legal admitido para resgate (quatro dias úteis). A Dynamo sempre teve o privilégio de poder contar com cotistas pacientes, sintonizados com a estratégia de gestão e com o prazo de expectativa de retorno dos investimentos¹⁶. Mas, porque estamos falando dos investidores da Dynamo? A verdade é que nós mesmos nos confundimos com o ser e o não ser deste exercício de *auto-ma-non-troppo-análise*. O caminho do verdadeiro grassroots é inverso: não é a análise da empresa sobre os clientes, mas a opinião dos clientes sobre a empresa. Sendo assim, esta Carta fica necessariamente inconclusa. Pois, nesse momento, caro cotista, só nos resta dar a você a palavra final.

Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2003.

(15) Definição apresentada por Robert Monks em *The Emperor's Nightingale*, Capstone, 1998.

(16) A vocês, nossos sinceros agradecimentos.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
1ºTrim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2ºTrim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3ºTrim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4ºTrim/01	38,52	-6,36	962,40	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: **R\$ 136.793.374,49**

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720