

## Abapuru

Na Carta anterior, narramos concisamente a trajetória dos bancos de investimento, desde suas origens nas casas comerciais do século dezessete até a decisão de tornarem-se companhias abertas, já no último quartil do século vinte. Vimos que o avanço das necessidades tecnológicas, a codificação das tarefas e os requerimentos de capital financeiro necessários para fazer frente à nova realidade competitiva empurraram os bancos para o mercado de capitais. Ao deixarem para trás o modelo de *partnership*, os bancos descartaram a estrutura que promoveu sem rupturas a transferência do conhecimento tácito dentro da sociedade e que preservou intacto o fundamento sobre o qual se apoiou toda sua trajetória empresarial: o capital reputacional.

A idéia agora é a de checarmos os desdobramentos desta decisão. Isso nos permitirá descrever nossos investimentos no setor financeiro, que passa a ser o ponto focal desta Carta. Ressaltando as diferenças nos fundamentos dos bancos aqui e lá fora, acreditamos justificar posições muito relevantes da nossa carteira no setor, mesmo na atual fase de desconfiança em todo o mundo com relação a este segmento de negócios. No final, concluímos com uma observação de ordem prática sobre a importância para nós aqui na Dynamo de alguns aspectos descritos nestas duas últimas Cartas.

### Desdobramentos

A transição de uma empresa fechada para uma sociedade anônima supõe desafios nada triviais. No caso dos bancos não foi diferente. É muito difícil inculcar numa *corporation* aquele tipo de conhecimento humano tácito, por razões diversas. Primeiro, porque a tarefa de atar as virtudes e capacidades do banqueiro-capitalista tradicional à reputação de uma companhia pública parece particularmente árdua. Conseguir que estes grandes talentos estejam devidamente motivados e coloquem suas competências a serviço da *corporation*, como costumam fazê-lo numa estrutura de *partnership*, sugere um grande desafio para qualquer modelo de incentivos. Adicionalmente, a mudança para a realidade de companhia aberta altera as estruturas de governança: quando os executivos já não são mais os donos, a pressão de monitoramento interno (*peer group monitoring*) arrefece. Além disso, quanto mais a companhia cresce, mais codificadas se tornam as métricas de performance que passam a substituir as avaliações informais, comuns nas *partnerships*. Desenhos de performance baseados em algoritmos impessoais muitas vezes atropelam aspectos culturais mais sutis, acabando por prejudicar o comportamento cooperativo

e colegiado que caracterizam as *partnerships*. E assim, a operação em larga escala, as práticas de gestão codificadas e a dispersão do controle, todas apresentam desafios significativos aos negócios que dependem de capital humano tácito.

Com a abertura de capital, os bancos de investimento passam então a enfrentar internamente os problemas clássicos de governança de companhias com o controle disperso: o monitoramento dos executivos, a realidade de uma companhia sem 'dono' e o difícil desenho do sistema de incentivos que equilibre as exigências de resultados no curto prazo e a preservação dos interesses de longo prazo da instituição.

O desafio é agravado tendo presente que, no negócio bancário, o elemento reputacional é ingrediente fundamental para o sucesso corporativo. Daí que aquele modelo de controle familiar, voltado em última instância para associar a franquia da instituição à preservação dos interesses dos clientes, mostrava-se bastante adequado à necessidade reputacional do negócio. No

### Nosso Desempenho

Neste quarto trimestre, as cotas do Dynamo Cougar se desvalorizaram em 15,9%. O Ibovespa caiu 21,7% no período e o IBX 21,5%. Com isso, o Fundo fechou o exercício com um resultado negativo de 30,2%. O Ibovespa caiu 41,3% no ano e o IBX de 41,9%. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar acumula um retorno de 21,6%<sup>aa</sup> em IGP-M e de 26,3%<sup>aa</sup> em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 7,0%<sup>aa</sup> sobre o IGP-M e 11,1%<sup>aa</sup> sobre a moeda americana, e o IBX 13,3%<sup>aa</sup> e 17,7%<sup>aa</sup>, respectivamente. Desde o início das suas atividades em setembro de 1993, o Fundo rendeu 24,6%<sup>aa</sup> em IGP-M e 29,9%<sup>aa</sup> em dólar, enquanto que o Ibovespa valorizou-se 7,2%<sup>aa</sup> e 11,8%<sup>aa</sup>, respectivamente, na mesma base.

O trimestre foi marcado por novos desdobramentos da crise financeira mundial, principalmente no mês de outubro. As bolsas registram quedas diárias recordes. O processo de desalavancagem violenta continuou asfixiando o mercado de crédito. Governos e bancos centrais pelo mundo anunciaram pacotes de estímulo à economia e resgates aos sistemas financeiros locais. Já em novembro, os indicadores econômicos

momento em que este *link* afrouxa, que os executivos já não são mais os donos da empresa, que os controles internos cochilam, que os imperativos da competição expõem os clientes a um leque de operações arriscadas e até duvidosas, estão perfiladas as condições para surpresas ruins.

De fato, o desenho de incentivos dos bancos de investimentos lá fora extrapolou os cânones de remuneração da indústria. Enquanto a mídia apontava a artilharia crítica para os *hedge funds* e seus 20% de taxa de performance, os bancos de investimentos cobravam 50%, em estruturas extremamente alavancadas e sem observar o conceito de marca d'água<sup>1</sup>. Além disso, os *hedge funds* operam em estrutura de *partnerships*, onde a reputação pessoal dos gestores está em prova o tempo todo. E isso sem falar do investimento dos recursos próprios, prática de alinhamento de interesses comum entre os gestores de *hedge funds*, que não se verifica na mesma intensidade entre os executivos dos bancos.

Michael Lewis, autor do famoso livro *Liar's Poker*, em artigo recente na revista *Portfolio*, ilustra de forma precisa os argumentos acima. Lewis intercala a narrativa de sua análise sobre as causas da crise atual, "o fim" de Wall Street, com uma conversa ao vivo com John Gutfreud, CEO da Salomon Brothers na época em que o

<sup>1</sup> Neste regime de 'marca d'água', a performance só é devida quando o fundo atinge a última quota máxima corrigida pelo indexador acordado. Ou seja, com este instrumento evita-se que o cotista pague performance nos momentos em que o retorno do fundo fica abaixo do custo de oportunidade do capital.

## Nosso Desempenho

começavam a acusar o golpe da crise financeira: perda de confiança do consumidor, desaceleração da atividade econômica, cancelamento de investimentos e aumento nas taxas de desemprego. É o terceiro ato da descrição clássica dos ciclos negativos: da queda nos preços dos ativos, passa-se ao aperto do crédito, até chegar enfim à atividade econômica. Diversas análises de qualidade já foram escritas sobre esta crise e os comentários perspicazes destes especialistas em geral têm muito mais a contribuir sobre o assunto, já que, da nossa parte, mantemos o foco no dia a dia das companhias.

Neste trimestre, o fato de os índices de Bolsa apresentarem um resultado seis pontos percentuais piores do que o nosso, ou 35% inferiores em termos relativos, não nos traz nenhum conforto. Nem mesmo no ano, onde esta diferença passou dos dez pontos percentuais. Nosso acompanhamento do *drawdown* histórico do Fundo mostra que, no auge desta crise, mais precisamente em 27/10/08, as cotas do Dynamo Cougar chegaram a cair 49,9%, magnitude muito próxima ao que ocorreu na crise da Rússia em 1998, quando a desvalorização máxima do Fundo chegou a 47,2%. Neste aspecto, a situação não é de todo inusitada. Uma destas boas análises que mencionamos acima associou os ciclos econômicos à imagem de Tostoi sobre a felicidade nos lares: assim como os períodos de prosperidade, toda família é feliz de forma parecida, porém, como os momentos de recessão, cada família

banco transformou-se em companhia aberta<sup>2</sup>. A citação é longa, mas parece oportuna.

*John Gutfreud agrediu a ordem social de Wall Street – e ficou conhecido como o Rei de Wall Street – quando transformou a partnership da Salomon Brothers na primeira corporação de Wall Street. Ele ignorou a afronta aos sócios aposentados da Salomon. ("Eu fiquei enojado do seu materialismo", confidenciou-me William Salomon, filho do fundador da empresa, que só promoveu Gutfreud a CEO após ele ter prometido que nunca venderia a firma. (...) Ele e seus outros sócios executaram um golpe mortal: transferiram o risco financeiro de última instância deles para seus acionistas. No final, não fez muito sentido para os acionistas (uma ação da Salomon Brothers quando eles chegaram à mesa de operações, em 1986, negociava em torno de US\$ 42, o equivalente a cerca de 2,26 ações do Citigroup hoje, que a valor de mercado representaria apenas US\$ 27). Mas fez um sentido fantástico para os banqueiros de investimento.*

*Daquele momento em diante, Wall Street transformou-se numa caixa preta. Os acionistas que financiaram o risco não tinham nenhuma compreensão do que os tomadores de risco faziam e, como o risco crescia de forma cada vez mais complexa, o entendimento deles diminuía. No momento em que a Salomon Brothers demonstrou o potencial de ganhos que o banco de investimento poderia obter como companhia aberta, os fundamentos psicológicos de Wall Street mudaram da confiança para a fé.*

*Um banco de investimento que fosse de propriedade dos empregados não teria se alavancado em 35 vezes ou comprado US\$ 50 bilhões em mezzaninos de CDOs. Eu duvido que qualquer partnership teria jogado o jogo das agências de risco ou teria ido para a cama com agiotas ou mesmo com os mezzaninos de CDOs que foram vendidos aos seus clientes. A expectativa de ganho de curto prazo não teria justificado o risco de longo prazo.*

*Nenhuma partnership, qualquer que fosse o motivo, poderia ter me contratado ou alguém remotamente parecido comigo. Existe alguma correlação entre a habilidade de entrar e sair de Princeton e o talento para assumir riscos financeiros?*

*Agora, pergunto para Gutfreud sobre sua maior decisão. "Sim", ele disse. "Eles – os cabeças de outras firmas de Wall Street – todos disseram que o negócio de tornar-se empresa pública era ruim e como você poderia ter feito tal coisa. Mas, quando a tentação apareceu, todos eles cederam a ela". Ele concordou que o maior efeito de transformar uma partnership em corporation foi o de transferir o risco financeiro para os acionistas. "Quando as coisas vão mal, é problema deles"...*

## Desgovernança

O comum, o habitual, costuma ser simples. O estranho, o insólito, é que geralmente exige mais argumentos. Foi preciso

<sup>2</sup> Além do *Liar's Poker* de Michael Lewis, outra obra sobre a trajetória da Salomon Brothers é *Nightmare on Wall Street - Salomon Brothers and the Corruption of the Marketplace*, de Martin Mayer (1993). Ironicamente, Mayer lembra que Gutfreud em inglês se pronuncia "good friend", bom amigo. Já na contra-capá, uma passagem que ilustra bem o contexto: "E quando a empresa manipulou o mercado de títulos públicos num escândalo de US\$ 10 bilhões, eles destruíram não apenas suas carreiras, mas a reputação da casa, num negócio onde reputação é tudo".

este longo *détour*, iniciado na Carta passada, para tentarmos encontrar explicações para questões atuais que desafiam a boa lógica: como os bancos de investimentos expuseram suas próprias tesourarias e os recursos de clientes a operações tão arriscadas, a ativos de tão baixa qualidade? Como os bancos destruíram em tão pouco tempo franquias aparentemente sólidas, construídas ao longo de décadas?

Sob a perspectiva histórica, vimos que a perda da importância do capital reputacional e a ausência de comando/controles internos com a extinção da estrutura de *partnership* criaram as condições para comportamentos permissivos. A partir daí, a alavancagem excessiva, a securitização desenfreada e o uso indiscriminado de derivativos exóticos surgem como produtos deste ambiente leniente.

Em defesa dos bancos poderia se argumentar que clientes e acionistas não podem se isentar da responsabilidade de monitorar seus próprios investimentos e que os diretores financeiros das companhias têm o dever fiduciário de compreender os *payoffs* envolvidos nas operações de derivativos. Sem dúvida, o argumento do *business as usual* tem lá sua defesa, e não podemos cair na armadilha maniqueísta de dividir os atores entre lobos e cordeiros. Por outro lado, as relações entre bancos e clientes sempre se pautaram sobre o aspecto reputacional, construído ao longo de décadas. Seria muito difícil para os *outsiders* perceber o momento exato em que este ativo reputacional estaria em vias de ser liquidado.

Também não estamos com isso, de forma alguma, afirmando a superioridade do controle definido sobre a dispersão do capital, quando defendemos, neste caso, a *partnership* e não a *corporation*. Aqueles que acompanham nossas Cartas sabem do cuidado que temos tratado este assunto do regime da propriedade do capital, tão freqüente em nossas discussões internas. Recentemente, voltamos ao tema, na Carta Dynamo n. 52 – *Dispersão e Concentração: Tema Revisitado* – onde tivemos oportunidade de atualizar nossas reflexões, bem como a bibliografia técnica sobre a matéria. Com o endosso da nossa própria experiência de gestão, lá dizíamos que “os resultados da intensa discussão teórica e de diversos estudos empíricos até agora não autorizam nenhuma conclusão definitiva sobre a superioridade de um modelo sobre outro”. De fato, ao longo destes anos, oscilamos entre as duas opções. De um lado, uma certa preferência pela dispersão, quando sofríamos as dificuldades de minoritários num regime de baixa proteção legal, escassa liquidez e blocos de controle herméticos desfrutando de benefícios privados de controle. Por outro, também víamos com bons olhos a disposição de vigilância do controlador diligente, o ‘olho do dono’, qualidade que passou a ser mais reconhecida, no momento em que o regime de capital disperso enfrentava sucessivos escândalos corporativos no início da década (Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco, Adelphia, etc.). Neste caso particular, do setor de serviços financeiros, onde o aspecto reputacional é tão essencial, o pêndulo da empiria nos faz inclinar para o regime de controle definido.

## Descolamento: Itaú-Unibanco

Dizíamos que esta crise é em sua essência financeira. O sistema encolhe, instituições tradicionais ficam pelo caminho, o

setor busca agora encontrar seu devido tamanho na fatia do produto global. Neste cenário, parece despudor afirmar que dois importantes investimentos dos nossos fundos são justamente no setor bancário: Itaú(sa) e Unibanco, agora juntos numa mesma estrutura. Tamanha aparente incongruência merece explicações. Aproveitando a oportunidade do tema, passamos então a descrever os fundamentos do nosso otimismo nessas companhias.

Basicamente, duas idéias permeiam nossa análise: i) a visão de que os fundamentos dos negócios por aqui são bastante sólidos e a estrutura da indústria bancária local diverge em vários aspectos importantes do modelo de organização do setor em outros lugares, notadamente nos Estados Unidos<sup>3</sup>; ii) a percepção de que a fusão oferece uma oportunidade única para a nova companhia, tanto em termos de potencial de crescimento quanto de otimização da atual base de ativos e de custos.

Itaú-Unibanco pode ser visto como uma empresa com múltiplas franquias, ou seja, diversos segmentos de negócios com dinâmica própria reunidos numa única estrutura que permite um melhor aproveitamento das potenciais sinergias e ganhos de escala. Diferente da maioria dos mercados externos, onde há grande segmentação de *players* ao longo da cadeia de serviços financeiros, por

<sup>3</sup> Neste caso, o caminho da modernidade parece ser inverso, justificando o aparecimento de diferenças típicas nacionais, quase como se na economia pudesse se ouvir ecos da Semana de Arte Moderna de 1922.

## Nosso Desempenho

é infeliz à sua maneira. Neste sentido, esta crise traz desafios e incertezas únicos, porque os ingredientes também são inéditos: a complexidade dos mercados financeiros globalmente conectados, a magnitude do processo de desalavancagem sem precedentes, a diversidade de atores com estratégias, incentivos, mandatos e expectativas diferentes, interagindo num ambiente dominado pela insegurança, pelo stress e pelo medo. Temos a maior dificuldade em fazer qualquer previsão sobre a combinação resultante de elementos tão imprecisos. Ao invés de nos dedicarmos à aventura das previsões de mercados e de economias, preferimos focar energia no esforço de análise dos negócios e na proximidade das companhias. Neste sentido, a diferença desde aquele expressivo *drawdown* de 1998 é que contamos com a experiência de dez anos a mais, lembrando aquela boa definição que ‘experiência é o nome que damos aos nossos próprios erros’.

Sabemos que nossos cotistas alocam parte de suas poupanças aqui na Dynamo com o intuito de manterem exposição de longo prazo ao mercado de ações, a partir de uma abordagem de investimento baseada em análise fundamentalista. Nosso dever é o de extrair/garimpar as melhores alternativas de investimento deste enunciado, associando esforço, experiência, método e disciplina. Acreditamos realmente que esta combinação pode produzir excelentes resultados em

aqui, os principais bancos comerciais atuam de forma verticalizada e integrada, oferecendo um amplo espectro de produtos diferenciados. Com interesses alinhados, boas perspectivas de expansão, gestão de ótima qualidade e *valuation* atrativo, a fusão entre as duas marcas tradicionais fortalece a franquia, aumenta a participação em mercados importantes e amplia ainda mais as vantagens de escala sobre a concorrência.

Exemplos ajudam a ilustrar o ponto. Os bancos no Brasil apresentam uma presença verticalizada no segmento de cartões de crédito, dominando o mercado desde a realização da transação pelos clientes nas lojas até a emissão dos próprios cartões. Isto significa que a cada compra feita em cartão, um mercado em franca expansão no Brasil, os bancos ficam com praticamente toda a remuneração da operação. É um negócio que não emprega muito capital e apresenta retornos elevados. Na verdade, os retornos são ainda maiores do que os reportados já que parte da base de custos refere-se à aquisição de clientes. No Unibanco, cerca de um terço do lucro vinha deste segmento. Com uma estrutura de originação e processamento extremamente eficientes, o Unibanco conta ainda com uma marca regional de cartão de crédito com cerca de 10 milhões de usuários. Com a fusão, o segmento de cartões de crédito deve ser uma fonte importante de sinergias e um *drive* interessante de crescimento para o Itaú-Unibanco nos próximos anos.

O curioso é que o mercado parece não precificar este potencial no *valuation* dos bancos. A Redecard - uma das empresas

líderes da indústria de cartões de pagamento no Brasil, listada na Bovespa – negocia num múltiplo de lucro de aproximadamente 16x. Assumindo esta razão como referência, teríamos, segundo nossas estimativas, algo em torno de R\$ 30 bilhões de valor de mercado para esta unidade de negócios, a partir da contribuição deste negócio dentro do resultado combinado dos bancos. Se este for o caso, as demais operações da nova companhia Itaú-Unibanco estariam sendo avaliadas a um P/L para 2009 de 6,5x. E assim, ou todo o resto das operações do Banco está muito subavaliado, ou o real valor da operação de cartão de crédito não está sendo devidamente considerada na avaliação do Banco. A impressão é que este raciocínio poderia ser estendido aos demais segmentos do Banco, se tivéssemos outras referências de empresas listadas. Ou seja, com a operação integrada e verticalizada, o real valor de cada segmento acaba ficando menos evidente, embora tenhamos boas indicações para inferir que o valor do todo é substancialmente maior do que a soma das partes.

Outro exemplo de um efeito imediato do potencial ganho advindo da fusão, seria uma melhor alocação de capital entre o portfólio de ativos do Unibanco. Como um *player* de menor porte e com um *funding* de custo maior e prazo mais curto, até antes da fusão, o Unibanco via-se obrigado a manter maiores reservas de caixa, além de apresentar uma carteira de crédito mais concentrada em grandes clientes corporativos e em ativos de menor maturidade. Incorporada à carteira do Itaú, pode-se esperar que o excesso de reservas de caixa e parte dos empréstimos a grandes empresas possa ser destinado a segmentos de maiores taxas, aumentando o retorno total da carteira de empréstimos. Por outro lado, no segmento de seguros, o Unibanco apresenta uma operação mais robusta, principalmente depois da aquisição de 50% da subsidiária da AIG. Neste caso, é o Itaú quem tem maior potencial de melhorias e de aproveitamento de ganhos de escala.

Itaú-Unibanco possui cerca de 20% de participação no mercado bancário brasileiro, com posições ainda mais fortes em segmentos rentáveis e de alto crescimento como o de cartões de crédito (35% de *market share* e 15% do lucro), empréstimos para o setor automotivo (35% de *market share* e 12% dos lucros)<sup>4</sup>, além do *private banking*, da administração de recursos e da previdência privada. Na prática, esta participação de mercado pode ter relevância ainda maior. Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, dois bancos do Governo, têm em conjunto cerca de 1/4 da indústria bancária, com um importante foco compulsório nos segmentos agrícola e imobiliário, respectivamente. Estes bancos federais, com recursos subsidiados e custos elevados, tendem a perseguir objetivos diferentes dos *players* privados, mostrando-se não tão competitivos em mercados menos regulados. Se ajustarmos o mercado para a realidade de competição entre os bancos de capital privado, Itaú-Unibanco na prática detém cerca de 30% do mercado.

A nova estrutura Itaú-Unibanco conta com um alto potencial de captura de ganhos de escala em diversas áreas, desde a estrutura de custos até o processo de aprovação de crédito. Como a companhia terá uma ampla base de clientes –15 milhões de contas corrente, 50 milhões de cartões de crédito e acordos com

## Nosso Desempenho

termos de risco/retorno ao longo do tempo. Tanto é que sempre investimos e seguimos reinvestindo nossos próprios recursos nos nossos fundos. Historicamente, o percentual investido do Dynamo Cougar tem sido alto, acima de 90% do patrimônio do Fundo. Isto porque, nestes anos todos, seguimos enxergando oportunidades de investimentos cujos *pay-offs* compostos ao longo do tempo excederiam o custo alternativo da aplicação livre de risco. Ao longo de 2008, víamos boas razões para estarmos investidos num seleto grupo de companhias brasileiras. As principais posições do Dynamo Cougar deverão divulgar excelentes resultados neste quarto trimestre e provavelmente continuarão apresentando sólidas taxas de crescimento em 2009. São companhias capitalizadas que não precisam de recursos externos para financiar suas atividades. São negócios protegidos, resilientes, com crescimento orgânico e muito bem geridos. Neste enunciado, a exposição do fundo próximo aos níveis históricos parecia adequada.

Por aqui, a crise começa a nos atingir pelo canal das expectativas, dos preços relativos dos termos de troca e naturalmente pelo maior custo do capital. Pesquisas de opinião e sondagens industriais mostram consumidores menos confiantes e empresários mais cautelosos. Reflexo disso foi a queda acentuada da produção industrial em dezembro de 14,5% sobre mesmo mês do ano anterior.

4 Estimativas da Dynamo, nos dois segmentos.

quatro dos seis maiores varejistas do Brasil - a capacidade de acessar perfis de crédito individuais permite uma aprovação de crédito bem mais rápida e eficiente. Isto leva a uma maior velocidade e menor custo de processamento e definição de scores, fazendo do Banco a primeira escolha entre diversos negócios intensivos em crédito ao consumidor, tipicamente, o comércio varejista. Esta forte posição de mercado tende a se traduzir em margens superiores, produzindo uma óbvia auto-alimentação positiva, o que permite um crescimento maior em segmentos emergentes rentáveis, como, por exemplo, nos empréstimos ao setor automotivo, onde o Itaú já vem apresentando dominância e alta lucratividade.

A captação de recursos é uma área de especial valia para o modelo de negócios, com grande potencial de otimização de retornos. Diferente do desenho financeiro americano onde os bancos competem com diversos outros *players* na captação de poupança individual, institucional e corporativa, no Brasil, os bancos locais dominam amplamente os canais de acesso aos recursos de terceiros. A possibilidade de oferecer todo o leque de opções de produtos financeiros aos clientes constitui importante vantagem competitiva: aumenta a escala da operação, amplia a capacidade de captação de recursos, permitindo uma diversidade e controle desejáveis na estrutura de *funding*.

Os riscos de balanço do setor financeiro no Brasil são bem menores do que lá fora. Tradicionalmente, os bancos locais são menos alavancados. O índice de Basiléia divulgado no quarto trimestre para a operação conjunta do Itaú-Unibanco foi de 16,1%, patamar bem acima dos padrões recomendados. Os níveis de provisões contra eventuais perdas são também muito elevados, já que historicamente os bancos operaram num ambiente econômico volátil, onde não havia incentivos para maximizar resultados de curto prazo, pelo contrário. Com isso, tem-se um colchão de proteção contra mudanças de humor do ambiente de crédito. A qualidade carteira de empréstimos dos bancos locais também é mais saudável. Seja porque as oportunidades de crescimento ainda são grandes nos mercados tradicionais, ou eventualmente por falta de tempo, ou mesmo distração, o fato é que os bancos por aqui praticamente ficaram à margem da confusão provocada pelos instrumentos exóticos<sup>5</sup>. Da mesma forma, o *duration* das carteiras locais é menor, já que não temos grandes exposições ao mercado imobiliário, onde os prazos de empréstimos são mais longos. Outra diferença importante é o fato de o Brasil contar com um mercado secundário ainda muito incipiente, onde os mecanismos de securitização são tímidos e as transações financeiras ocorrerem basicamente em mercados organizados. A farra nos mercados *over the counter*, ponto cego da regulação lá fora, praticamente não existe no Brasil. Se isso, em tese, representa uma limitação em áreas de atuação potencial dos bancos locais, por outro lado, implica em maior proteção aos investidores, livres dos riscos destas operações de baixa visibilidade.

Além disso, o ambiente também ajudou. O setor financeiro no Brasil pós-Proer aprendeu a conviver com uma regulamentação

reconhecidamente austera. Por aqui, as competências de fiscalização entre Bacen e CVM parecem bem delimitadas. Não temos zonas de indefinição regulatória, como ocorre nos Estados Unidos. E ainda, pelas regras do setor, os diretores e conselheiros de empresas financeiras têm seus patrimônios indisponíveis em caso de litígios, prejuízos por gestão imprudente ou pedidos de falência. A regra retroage até cinco anos do fim do mandato do diretor-conselheiro e permanece válida durante todo o período de trâmite do processo judicial, que no Brasil pode demorar uns longos anos. Sem dúvida, o arranjo institucional local, ao impor maior disciplina na condução dos negócios, acabou trazendo mais proteção para os acionistas minoritários das instituições financeiras, o que definitivamente não ocorreu lá fora. Trouxe também, diga-se de passagem, maior proteção aos *players* incumbentes, funcionando de certa forma como barreira à entrada de novos competidores, ao impor penalidades adicionais sobre eventuais tentativas empresariais mal sucedidas.

Desde há muito tempo, seguimos ouvindo o argumento de que o retorno sobre o patrimônio (ROE) dos bancos no Brasil é demasiadamente elevado. As análises comparativas entre países colocam os bancos locais numa desconfortável posição acima da curva de retornos padrões, insinuando uma ameaça permanente de *downside*, sob força da lei universal de convergência para a média. Acontece que esta hipótese ignora as diferenças substanciais entre os fundamentos da competição e da organização do setor financeiro e bancário no país. Os retornos no Brasil deveriam ser estruturalmente maiores do que a média, já que o mercado

## Nosso Desempenho

O cenário exige um contínuo monitoramento, já que as expectativas e a realidade têm mudado numa velocidade sem precedentes. Não poucas companhias, por exemplo, têm admitido dificuldades em confeccionar seus próprios orçamentos, tamanha incerteza e falta de visibilidade. Como dissemos acima, nossas principais posições da carteira prometem divulgar bons resultados no último trimestre, seguem emitindo sinais positivos neste início de ano e mantêm metas relativamente agressivas para 2009. Na verdade, companhias que somadas equivalem a cerca de 30% da nossa carteira já apresentaram seus balanços anuais. Verificamos que o crescimento médio de EBITDA neste último trimestre, contra igual período do ano anterior, ponderado pelo peso relativo destas participações, foi de 26%. A convicção nos fundamentos sólidos e na boa performance operacional destas empresas convive com a percepção de um ambiente externo caótico e indeterminado. E isto ainda pode trazer grande volatilidade nos preços das ações. Por outro lado, como muitas destas posições sofreram duramente neste movimento recente de liquidação indiscriminada de preços, neste momento, parecem-nos descalibradas as boas perspectivas destes negócios *vis à vis* seus *valuations* implícitos no mercado.

5 Exceções recentes foram as operações com derivativos corporativos. Mais comuns lá fora, chegaram por aqui trazidas por bancos estrangeiros. Embora não tenha sido uma prática muito difundida entre as empresas locais, provocou estragos consideráveis em companhias como Sadia, Aracruz e Votorantim.

é relativamente mais concentrado e a parte transacional, menos capital-intensiva do negócio, é bem expressiva, em oposição à típica operação de *spread*, geralmente mais arbitrada. Além disso, a comparação estática dessas métricas de retorno não consegue capturar atributos como o posicionamento de mercado, o mix de negócios, a qualidade e transparência dos ativos, o caráter conservador na gestão, que constituem diferenças qualitativas importantes frente aos nossos pares lá fora.

A fusão envolve desafios e exige focos especiais de atenção, dentre eles o da transformação cultural. A convivência por determinado período de duas culturas corporativas sedimentadas e diferentes produz algum grau de indeterminação sobre o tempo de absorção e a própria natureza da identidade cultural resultante do processo. Além disso, o banco Itaú vem passando por um processo de renovação da gestão, no momento em que alguns executivos aproximam-se da aposentadoria. A nova estrutura recentemente anunciada conta com a presença de vários executivos do Unibanco. O próprio CEO, Roberto Setúbal, vem admitindo a necessidade de maior descentralização e renovação no corpo gerencial, conforme vemos abaixo neste extrato de entrevista:

*A única coisa que nossos concorrentes não podem copiar é a cultura de nossa empresa – e é aqui que podemos criar uma vantagem competitiva sustentável. No momento, estamos revendo nossa cultura num projeto “de cima para baixo”, que começou com o primeiro nível de executivos e agora está chegando ao segundo e terceiro níveis. Este projeto está, em parte, relacionado ao estilo de liderança, mas enfocando a melhoria contínua das atividades do dia-a-dia. Tivemos resultados substanciais no que se refere ao modo das pessoas trabalharem juntas. É um trabalho voltado às pessoas – especialmente àquelas que estão no nível intermediário – para que desenvolvam mais responsabilidade, iniciativa e espírito de liderança. Se isso der certo, acredito que não teremos simplesmente uma grande vantagem competitiva, mas uma série*

*de pequenas vantagens espalhadas por todas as nossas linhas de negócios, em todos os níveis da organização. Com o tempo, pode tornar-se uma qualidade única e muito poderosa, além de ser bem mais difícil de copiar*<sup>6</sup>.

Nossa confiança na capacidade dos atuais executivos de promoverem esta transição sem descontinuidade é grande, mas pelo risco envolvido e pela óbvia importância do sucesso deste episódio no desempenho da nova companhia, redobramos atenção no acompanhamento desta matéria.

No momento do anúncio da fusão, nosso principal veículo de investimento no setor já era a Itaúsa, a companhia de participações (*holding*) das famílias Setúbal e Villela que controla o banco Itaú, bem como investimentos na área industrial. Aliás, a Itaúsa vem fazendo parte da carteira do Fundo, em maior ou menor proporção, desde 1997. Nossa experiência ao longo dos anos nos ensinou que o mercado oferece circunstancialmente boas oportunidades para investir no banco Itaú tirando proveito do desconto de *holding* atribuído à Itaúsa. Sobre este desconto, já na Carta Dynamo n. 20 (3T1998), fazíamos a seguinte observação: “Nossa experiência com *holdings* (onde o caso mais óbvio foi Indústrias Villares) mostra que ainda mais importante é entender qual a atitude da companhia em relação ao desconto. Se uma empresa tem uma postura complacente, culpando as imperfeições de mercado pela situação, este é um sinal de que o desconto justo deve ser mais alto que a média. Se, no entanto, a companhia percebe que está destruindo valor para seus acionistas e toma medidas concretas para corrigir a situação (beneficiando-se do desconto no processo), este é um ótimo sinal e o desconto pode até desaparecer. Acreditamos que a Itaúsa se enquadra na segunda categoria...”

Desde então, a postura do *management* da Itaúsa vem confirmando esta impressão. Várias medidas foram tomadas: lançamento do site de relações com investidores, assiduidade nas reuniões com analistas, práticas de reinvestimento de dividendos, melhoria do *disclosure* e, principalmente, uma política consistente e oportuna de recompra de ações. Os números falam por si só: desde 1998 até setembro último, a Itaúsa recebeu entre dividendos e juros sobre capital próprio do banco Itaú (não considerando os fluxos provenientes dos outros investimentos) o total de R\$ 5,8 bilhões. Foram repassados para seus acionistas, líquidos de eventuais aumentos de capital, cerca de R\$ 4,7 bilhões. Adicionalmente, a companhia recomprou e cancelou o equivalente a cerca de R\$ 1,6 bilhão em ações, equivalentes a 5,5% das ações em circulação.

De fato, o desconto atribuído à Itaúsa vem se reduzindo ao longo do tempo, conforme a Tabela I. Ainda assim, o desconto atual oferece uma ótima oportunidade de se estar exposto à operação do novo Itaú-Unibanco, já que, pelo exposto acima, a Itaúsa deve continuar oferecendo um *dividend yield* maior.

O valor estratégico que a Itaúsa possui nos seus investimentos é outro aspecto de extrema importância. Na mesma Carta n. 20, observávamos: “É claro que se a *holding* possuir posições com valor estratégico (notadamente posições de controle), poderá até ser que suas ações negociem com prêmio sobre a soma de suas partes. Contudo, existe sempre a questão sobre quem é de fato o

*Tabela I  
Itaúsa - Histórico do Desconto (%)*



Fonte: Itaúsa

6 Roberto Setúbal, em entrevista à *The McKinsey Quarterly* edição especial 2007: Criando Uma Nova Agenda para a América Latina, págs 121-129.

dono deste valor estratégico, se todos os acionistas da *holding* ou apenas os controladores.”

Na fusão, quando a família Moreira Sales, controladora do Unibanco, migrou para o veículo de controle conjunto da nova companhia (IU), a Itaúsa recebeu mais ações do que lhe caberia na relação de troca estabelecida. Em contrapartida, a família Moreira Sales ficou com uma participação no capital menor. Isso significa que a Itaúsa e, conseqüentemente, todos os seus acionistas receberam um prêmio para dividir o controle da nova instituição. Esse prêmio, na forma de ações, fez com que a participação da Itaúsa no novo banco aumentasse em 6,8%, sem qualquer desembolso de caixa, reduzindo no mesmo instante o desconto histórico<sup>7</sup>. Curiosamente, este episódio passou ao largo dos comentários dos analistas sobre a operação, o que nos causou alguma surpresa.

Itaú e Unibanco se transformaram em companhias abertas há bastante tempo, mas conservaram as principais virtudes daquele arranjo societário de *partnership* que, como vimos, se provou bastante adequado para o negócio de serviços financeiros. E assim, tanto Itaú, como Unibanco, e agora também Itaú-Unibanco, seguem numa estrutura de controle definido, onde as famílias controladoras ocupam os principais cargos executivos. Os dois bancos sempre se caracterizaram por apresentar uma forte cultura corporativa, sendo amplamente reconhecidos pela forma conservadora de operar e pelo esforço em cultivar um relacionamento de longo prazo com seus clientes e acionistas, ou seja, pelo enorme interesse de preservar seu capital reputacional. Neste sentido, o comportamento dos bancos locais parece muito distante da realidade de seus pares lá fora.

## Desvelo

Antes de concluirmos, uma breve nota, ainda sobre o tema do capital reputacional, que diz respeito à nossa empresa. Na nossa visão, a estrutura de *partnership* continua sendo o modelo de sociedade mais adequado para a Dynamo, onde o conhecimento tácito prevalece e a reputação é simplesmente nosso maior ativo. Já na Carta n. 39, aquele exercício lúdico de auto-análise quando da celebração dos dez anos do Cougar, víamos que a forma pela qual nos estruturamos em sociedade (*partnership*) ajusta-se perfeitamente à cultura empresarial da Dynamo. Esta sintonia revela o quanto estamos satisfeitos com a nossa história e como não nos interessa testar qualquer outro tipo de arranjo societário para a nossa empresa.

A crise financeira externa ofereceu-nos recentemente um exemplo do que pode representar na prática estar em dia com a boa reputação. Assistimos ao longo destes últimos meses uma grande correria de pedidos de resgates nos fundos aqui e lá fora. Nem mesmo gestores com excelente *track record* ficaram ilesos. Fundos com prazos de resgate e períodos de carência bastante dilatados, alguns deles com cláusulas de *side pockets*, *lock-ups*

<sup>7</sup> Na operação de fusão, o número de ações detidas pela Itaúsa no Banco Itaú aumentou em 8,3%, fruto da emissão de ações do Itaú dadas como parte do pagamento da participação no Itaú Europa, detida pela Itaúsa, e pelo prêmio recebido na formação da IU Holding.

e *gates*, mecanismos que reduzem a mobilidade dos investidores, também – e talvez até mesmo por causa disso – sofreram resgates significativos. No momento da crise, ao sinal da menor insegurança, as pensadas proteções acabam não surtindo os efeitos desejados.

Por outro lado, no Dynamo Cougar, numa estrutura bem mais ‘desprotegida’ de cota de resgate em doze dias (D+12), praticamente não tivemos resgates até o momento. Na verdade, atendendo solicitações de alguns cotistas, abrimos o Fundo para aplicações e acabamos recebendo um bom volume de novos aportes. Num período tão incerto e desafiador, esta combinação baixo resgate/boa captação parece-nos confirmar o valor percebido pelos investidores de atributos que confessamos cultivar por princípios e não pelo simples cálculo econômico do ‘negócio’. No modelo de *partnership* da Dynamo, controle e gestão se confundem, são indissociáveis. Adicionalmente, quem controla e gere também investe e investe parte importante de seu patrimônio. Os três papéis têm igual importância. Este equilíbrio entre os personagens produz o máximo de segurança aos demais investidores, já que o fundo passa a ser administrado sem deformação ou assimetria de interesses. Esta harmonia de forças se reflete, por exemplo, no fato de não termos como meta de gestão aparecer entre os ‘melhores’ gestores nos *rankings* de publicações convencionais, nem de pretendermos rivalizar em comparações de desempenho com os índices de mercado. Isto costuma indicar uma hipertrofia de objetivos do gestor sobre o investidor. Nosso foco é o de encontrar os melhores investimentos dentro do espectro do mandato que julgamos receber dos nossos cotistas, independente do resultado que isso representar para o gestor.

Talvez seja vaidade em exagero querer enxergar pelo espelho dos atributos próprios virtudes que devemos atribuir aos nossos cotistas. Afinal, são eles que, em meio à neblina, decidem sobre a alocação de seus portfólios e, neste caso, seguem percebendo as boas perspectivas de médio e longo prazos para as companhias nas quais investimos juntos.

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até dezembro de 2008

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	137,32%	107,95%	68,71%
36 meses	26,23%	17,18%	12,77%
24 meses	-7,73%	-13,79%	-15,67%
12 meses	-30,25%	-41,89%	-41,31%
3 meses	-15,88%	-21,52%	-21,69%

Valor da cota em 31/12/2008 = R\$ 135,624369261

# DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(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	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
2002	-	-7,86	878,90	-	-24,15	91,67	-	-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	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84
2ºTrim/07	29,34	41,85	9.259,40	28,84	41,81	1.709,26	27,19	35,73	874,08
3ºTrim/07	7,46	52,43	9.957,63	15,72	64,10	1.993,66	16,39	57,98	1.033,74
4ºTrim/07	4,76	59,69	10.436,57	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60
1ºTrim/08	-1,74	-1,74	10.253,11	4,09	4,09	2.136,62	-4,06	-4,06	1.094,11
2ºTrim/08	16,40	14,37	11.950,74	11,55	16,11	2.394,95	17,94	13,16	1.308,33
3ºTrim/08	-32,92	-23,28	7.983,42	-23,37	-26,01	1.480,89	-38,71	-30,65	763,15
4ºTrim/08	-31,09	-47,14	5.470,06	-17,58	-50,05	973,34	-35,86	-55,52	453,66

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 802.035.992,42**

(\*) 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. (\*\*) 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,  
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, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720