

## Sistema 3

Na Carta anterior, enfrentamos o desafio de apresentar uma constatação incômoda: a persistência entre nós de erros genuínos na escolha de investimentos após anos de estrada. Com um enfoque autocrítico, propomos fazê-lo a partir de alguns elementos que ajudam a nos definir como empresa. Examinando o papel da experiência em nossa atividade, tratamos do processo de decisão como mecanismo cognitivo apenas. O que é uma simplificação. Cometemos um deslize típico das tarefas analíticas, onde o cérebro consciente interpreta o comportamento que emerge dos processos automáticos/emocionais como resultados de deliberações cognitivas. É hora então de preenchermos esta lacuna.

### Emoção e Decisão

Sempre soubemos que as emoções desempenham um papel fundamental em nosso comportamento. Com a ajuda da tecnologia de imageamento e o melhor entendimento dos mecanismos fisiológicos do cérebro, hoje reconhecemos que elas são importantes também em nossas decisões, julgamentos e até na maneira pela qual processamos informações.

Emoções são básicas porque estão na frente da fila, são as “primeiras a chegar”. Estudos mostram que nossas lembranças emotivas são sempre mais vívidas, de mais fácil e rápida recuperação dos que as cognitivas. Nosso cérebro associa emoções e afetos aos objetos e conceitos. Essas etiquetas emotivas são trazidas à nossa mente sem esforço, automaticamente, quando os mesmos objetos e conceitos são evocados. Estudos com animais em laboratório (e este mecanismo afetivo é tipicamente mamífero) mostram que as reações afetivas aos estímulos externos ocorrem antes mesmo que o córtex tenha chance de refinar a resposta ao mesmo estímulo. Os reflexos emotivos proveem aos organismos e indivíduos uma avaliação imediata, ainda que não elaborada, das opções comportamentais disponíveis para uma rápida tomada de decisão. Ao mesmo tempo, também oferecem o sinal para que os mecanismos de interrupção e redirecionamento de atenção ocorram, permitindo a intervenção dos mecanismos de controle, mais deliberativos. São os casos típicos das nossas reações de contrariedade, raiva, em seguida acalmadas pelo esforço de contenção, racionalização.

Desde a pesquisa seminal de Damasio (1994) já sabemos que indivíduos com déficits emotivos importantes – e pouca limitação cognitiva – apresentam dificuldade para tomar decisões e quando o fazem estas são de baixa qualidade. “Não

basta saber o que tem ser feito, é necessário também senti-lo” (Camerer et al 2005).

Os dois processos, cognitivo e emotivo, também estão conectados. Estudos empíricos mostram que o pensamento deliberativo pode bloquear acesso às reações emotivas, reduzindo a qualidade dos julgamentos. Por outro lado, sabemos bem que a emoção pode distorcer nossos julgamentos cognitivos. Nossos estados emotivos exercem efeitos poderosos sobre nossa memória. Quando estamos felizes, lembramos de coisas boas. Tristes, de coisas que nos chatearam. Emoções também afetam nossa percepção de risco. Raiva deixa os indivíduos menos sensíveis a risco. Tristeza, mais sensíveis. Emoções geram as chamadas “cognições motivadas”, mais conhecidas como *wishful thinking*, quando nos persuadimos a nós mesmos que aquilo que gostaríamos que acontecesse é o que efetivamente irá acontecer.

O peso relativo entre os dois mecanismos é desequilibrado. Se o controle consciente sobre as emoções costuma ser fraco, as emoções inundam o processo consciente. Isto porque a configuração do cérebro a esta altura da história evolucionária é tal que as conexões que saem dos nossos sistemas emotivos para os sistemas cognitivos são mais fortes do que o caminho contrário (LeDoux 1996).

Com a ajuda da tecnologia e o avanço da neurociência, estamos passando a compreender melhor a relação corpo-cérebro, emoção-razão. No que diz respeito ao nosso processo de decisão, os resultados têm sugerido uma relação mais cooperativa, complementar, menos independente do que imaginávamos. E a emoção tem ganho peso relativo, sendo reconhecida sua influência mesmo em processos que julgávamos antes estritamente deliberativos.

A razão sozinha não é capaz de nos mover. A emoção, sim, carrega a motivação e com ela a ação. Hoje já se cogita até que a evolução do nosso cérebro teria como objetivo primeiro o planejamento do movimento, e não o pensamento especulativo puro (cfr. Daniel Wolpert, in Coates 2012). Elementos emocionais são fundamentais para que possamos decidir, e decidir de forma acertada. ‘Sensações’, sentimentos, gostos e afetos podem constituir uma base confiável para julgamentos e escolhas de investimentos. Buffett costuma dizer que busca donos e executivos com fortes ligações emocionais às suas empresas. E aplica a regra em suas decisões na Berkshire: “Após alguns equívocos, aprendi a entrar em negócios apenas com pessoas das quais eu gosto, confio e admiro”. Pesquisa

recente com 720 executivos seniores americanos (Fortune, 2014) confirma precisamente o *insight*. Em ambientes de negócios cada vez mais complexos, 65% dos executivos reconheceram a dificuldade de basear suas decisões apenas em “elementos funcionais”, quantificáveis, como custo e eficiência. Frequentemente é preciso decidir com base em “instinto” (*gut feelings*). A pesquisa conclui: “Particularmente, ao selecionar parceiros de negócios, os executivos são em última instância menos analíticos e mais emocionais. Tomadores de decisão atribuem maior valor à confiança, reputação e experiência”.

Por outro lado, sabemos que estas disposições emocionais também podem trazer problemas se não forem devidamente monitoradas. Como céticos de plantão, é para este lado mais sombrio das influências emotivas que devemos olhar. Uma decisão de investimento, que julgamos puramente analítica pode vir carregada de conteúdo emocional, sem que o percebamos. Como vimos, partes do cérebro responsáveis pelos impulsos emotivos são ativadas desde o início do processo cognitivo. Além disso, depois de tomada a decisão, passamos a criar envoltórios pessoais. Gostos, afinidades, crenças e sentimentos, vão se agrupando em torno do objeto da nossa decisão. Sem falar nos interesses pessoais. Recompensas financeiras, metas profissionais, prestígio, reputação, reconhecimento, popularidade, simpatia, poder, ascendência. A agenda do interesse pessoal é extensa. Responde por dois terços dos nossos equívocos decisórios e na maior parte das vezes trabalha sem que nos demos conta. Em geral, é muito difícil percebermos os efeitos do interesse próprio em nossas decisões. Alguns psicólogos acreditam que isto tenha um componente evolutivo. Sendo a persuasão um elemento importante de sobrevivência social, parecermos genuinamente sinceros em nossos argumentos torna-se um requisito necessário para convencermos os demais. Enquanto não tenhamos desenvolvido uma técnica introspectiva eficiente para ‘filtrar’ os elementos emotivos indesejáveis, algo do tipo ‘envolvimento base zero’, seria interessante pensarmos em outros mecanismos que nos ajudem nessa tarefa de proteção. Mais a frente, veremos como lidamos com o assunto aqui na Dynamo.

Exemplos de decisões emocionais que custaram caro no mundo corporativo são frequentes. Um caso clássico é o de An Wang. Wang fundou a Wang Laboratories em 1951, e esteve na vanguarda de inovações importantes na indústria digital como a memória magnética, calculadoras eletrônicas e principalmente seu famoso processador de texto, o Wang 120 WPS. Wang tornou-se também conhecido por suas reações emotivas. Apegado ao seu processador de texto, relutou em entrar no negócio de computador pessoal quando tinha toda oportunidade, chegando a afirmar que “o computador pessoal é a coisa mais estúpida de que eu já ouvi falar”. Quando a IBM lançou com sucesso o PC 5150, Wang não pode mais ignorar este mercado. Lançou também seu PC, mas optou fazê-lo com seu próprio sistema operacional. Diz-se que Wang “odiava a IBM”. Quando os consumidores começaram a substituir os processadores de texto por PCs, a Wang Lab viu sua receita declinar rapidamente.

Outro exemplo conhecido é o projeto Iridium, de comunicação móvel via satélite. Após onze anos de desen-

volvimento, o serviço foi lançado em 1998, com a meta de atingir 500 mil usuários no primeiro ano, quando registrou apenas 20 mil assinaturas. O serviço era caro, o aparelho grande demais e não funcionava em locais fechados. Na época do lançamento, a rede de telefonia móvel já mostrava rápida progressão, cobrindo áreas onde se imaginava até então mercado cativo da comunicação via satélite. O erro da Motorola de continuar avançando no projeto apesar do plano de negócios já apontar para o fracasso é um exemplo clássico de ‘*escalating commitment*’, derivado do viés dos custos afundados. O projeto consumiu recursos da ordem de U\$ 5 bilhões, levado a diante por uma equipe numerosa de engenheiros e projetistas completamente dedicados. Sem falar no generoso pacote de remuneração do CEO, Ed Staiano, que em 1996 declarou: “se eu conseguir transformar o sonho do projeto Iridium em realidade, farei um bom dinheiro” (cf. Finkelstein e Sanford, 2000). Ou seja, motivações pessoais, elementos emocionais claramente se infiltraram, contagiando a decisão de não interromper o projeto a tempo, o que teria evitado grandes perdas.

Interesses e envoltórios pessoais em doses erradas produzem resultados indesejáveis. Passamos a torcer pela companhia, acreditar em demasia nos executivos com os quais interagimos. E este risco é maior em *value investors* com horizonte de longo prazo como nós. Aqui, o tempo e a área de contato com as empresas são mais dilatados. A convivência é mais prolongada. Participamos das preocupações e dividimos anseios com os executivos. Sem que percebamos, estas ligações emotivas podem se manifestar subliminarmente, sugerindo motivos para investir ou oferecendo resistência para desinvestir.

Da mesma forma, investimos muito tempo e esforço no processo de análise fundamentalista. Natural que depois deste longo período tentando construir uma tese de investimento queiramos traduzir este trabalho em alguma ação efetiva – de compra ou venda - como forma de justificar todo esse esforço e fazer por merecer alguma recompensa pessoal. Quanto mais profunda e rigorosa a análise, mais tempo gasto, maior será a propensão ‘fazer alguma coisa’, mesmo que a boa técnica recomende o contrário.

## Decisão Colegiada

---

A Dynamo é uma *partnership*, onde as decisões de investimento são tomadas de forma colegiada. A construção de uma tese de investimento é um processo coletivo onde cada um procura contribuir com seu tempo, experiência, conhecimento e network pessoal. A certa altura do processo de análise, a tese é submetida à discussão interna, onde todos são estimulados a opinar. Neste momento, aqueles que não estão envolvidos tão diretamente no caso em questão procuram adotar uma postura mais crítica, cética. Procuram testar as premissas, desconstruir argumentos, apresentar ressalvas, desconfianças, fragilidades e evidências contrárias. Um exercício coletivo de falsificacionismo, à la Popper. Sob este critério de demarcação, a tese que sobrevive à reunião se candidata a vencer a linha de resistência do consenso, conquistando assim um espaço no portfólio.

Ambientes de decisão colegiada requerem a presença de alguns ingredientes para funcionar bem. Caso contrário, os vieses individuais serão amplificados ao invés de se cancelarem, e a decisão resultante será de qualidade inferior à decisão de um indivíduo isolado. São muitos os obstáculos que interferem no desempenho quando o processo de decisão é coletivo: pressão social, polarização, cascatas, *groupthink*. É recomendável uma base diversa de experiências, de independência nas opiniões. Os participantes do grupo devem ser capazes de apresentar argumentos contrários à tese defendida, sustentando seus pontos de vista sem se deixarem influenciar pelos demais. Os mais experientes devem fomentar o debate cuidando para não estimular a formação de consenso cedo demais. Uma disposição de *contrarianism* ou o papel do advogado do diabo, deve continuar sendo exercida mesmo após a reunião já que é comum às decisões de grupo que os indivíduos saiam mais convictos sobre seus pontos de vista, se estes forem endossados pelo grupo. O que pode reforçar ainda mais os vieses iniciais.

Neste ambiente de discussão coletiva, empregamos técnicas que nos ajudam a reduzir a margem de erro em nossas decisões. Por exemplo, da mesma forma em que, desde o início da Dynamo, adotamos uma abordagem ativa junto às companhias investidas sem saber na altura que fazíamos 'governança corporativa', também aqui praticamos o expediente de imaginar o que pode dar errado no futuro para vir, de lá pra cá, cartografando nosso mapa de riscos. Técnica hoje amplamente recomendada e conhecida como *pre mortem*.

Não é fácil criar as condições para que o modelo colegiado de decisão funcione de forma eficiente e, ao mesmo tempo, digamos, orgânica. É uma questão cultural, depende do DNA de cada empresa, da forma como os sócios cultivam a confiança, respeito e admiração recíproca. Em última instância, depende da personalidade dos indivíduos que compõem o grupo. Desprendimento pessoal torna-se ingrediente necessário, uma disposição permanente de desempenhar papéis diversos, colocando os objetivos da sociedade sempre num plano superior ao das agendas pessoais.

Fundamental também é que o desenho de incentivos reflita estes valores. Aqui na Dynamo, nosso sistema de remuneração procura estimular a contribuição de cada um para o desenvolvimento da empresa ao longo do tempo. Costumamos dizer que temos provavelmente um dos mais baixos coeficientes de Gini no mercado, ou seja, somos uma sociedade onde a distribuição das participações no tempo de fato reflete o crescimento da empresa e a necessária diluição dos sócios mais antigos para acomodar a entrada dos sócios mais jovens.

Manter este ambiente de discussão constante, plural, de construção coletiva e desconstrução criativa, onde todos – inclusive os mais jovens – participem ativamente constitui desafio nada trivial. Impossível fazê-lo em estruturas hierarquizadas ou onde o número de participantes é muito grande. Daí nossa obstinação pelo tratamento artesanal dos 'recursos humanos' na Dynamo. Gente é fator restritivo em nossa função produção. O crescimento da sociedade condiciona-se à nossa capacidade de investir com qualidade, ou seja, submete-se no

final do dia às limitações estruturais deste desenho peculiar do nosso processo de decisão colegiado.

Outro segredo importante para o bom funcionamento de um arranjo de trabalho em equipe é a expectativa de que os participantes continuarão juntos, colaborando por muitos anos. Isso elimina comportamentos não cooperativos, que eventualmente podem aparecer em grupos de pessoas, como por exemplo, fazer menos do que os demais (carona) ou deixar os demais fazerem errado para ganhar espaço no relativo das avaliações. Costumamos dizer que a Dynamo não é um emprego, mas um projeto de vida. Nossa ambição é que aqueles que se tornam sócios queiram permanecer na sociedade por muito tempo. E como a literatura da Teoria dos Jogos não cansa de repetir, equilíbrios de cooperação são praticamente impossíveis no jogo de um só lance, mas vão se tornando cada vez mais prováveis com o aumento do número de repetições do jogo.

Aproveitando a nomenclatura utilizada na Carta anterior, nosso processo de decisão colegiado funciona na prática como um Sistema 3. Um supra sistema, que se coloca como observador 'externo' aos indivíduos. Monitora os processos mentais individuais, buscando detectar vieses cognitivos e emotivos. Agrega conhecimento disperso. Destila experiências e visões individuais no filtro de uma discussão aberta, conferindo maior robustez à decisão emergente, porque embora difícil de enunciá-lo, muito mais difícil é praticar este sistema perfeitamente.

Ainda assim, não estaremos imunes aos erros. Infelizmente, continuarão acontecendo. Nosso objetivo é minimizar seus impactos e extrair o máximo de aprendizado quando eventualmente ocorrerem. "As pessoas tornam-se especialistas através das lições que elas tiram de suas experiências, e através da sofisticação de seus modelos mentais sobre a maneira pela qual as coisas funcionam". (Klein 2009). A ideia é precisamente

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até agosto de 2014

| Período  | Dynamo Cougar | IBX   | Ibovespa |
|----------|---------------|-------|----------|
| 60 meses | 138,7%        | 40,9% | 8,5%     |
| 36 meses | 61,2%         | 33,0% | 8,5%     |
| 24 meses | 24,1%         | 23,1% | 7,4%     |
| 12 meses | 14,8%         | 23,9% | 22,6%    |
| No Ano   | 9,9%          | 17,9% | 19,0%    |

Valor da cota em 31/08/2014 = R\$ 457,427534366

| Período | DYNAMOCOUGAR* |                | IBOVESPA*** |                |
|---------|---------------|----------------|-------------|----------------|
|         | NoAno         | Desde 01/09/93 | NoAno       | 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%         | 17456,8%       | -26,3%      | 647,9%         |

| 2014 | DYNAMOCOUGAR* |       | IBOVESPA*** |        |
|------|---------------|-------|-------------|--------|
|      | NoMês         | NoAno | NoMês       | NoAno  |
| JAN  | -7,3%         | -7,3% | -10,7%      | -10,7% |
| FEV  | 3,4%          | -4,2% | 2,8%        | -8,2%  |
| MAR  | 6,9%          | 2,5%  | 10,4%       | 1,3%   |
| ABR  | 3,1%          | 5,6%  | 3,6%        | 5,0%   |
| MAI  | -0,2%         | 5,4%  | -0,9%       | 4,1%   |
| JUN  | 4,7%          | 10,4% | 5,5%        | 9,8%   |
| JUL  | -1,7%         | 8,4%  | 2,0%        | 12,0%  |
| AGO  | 6,0%          | 14,9% | 11,1%       | 24,5%  |

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 2.077.181.105

(\*) 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 Fechamento.

esta: aprender com os erros – nossos e de terceiros – e seguir atentos aos insights teóricos e resultados empíricos das diversas disciplinas que contribuem para compor um mosaico de modelos mentais que nos auxiliam a melhorar nosso processo de decisão.

Hoje não temos dúvidas de que muito do sucesso da Dynamo deriva precisamente da nossa constituição como um grupo de pessoas com enorme convergência de valores e identidade profissional. Somos *value investors* com horizonte de longo prazo. Uma receita que nos permitiu chegar a uma vida longa, numa indústria caracterizada pela alta taxa de mortalidade. Tentamos checar se esta qualidade essencial, também ela teria alguma conexão com os nossos erros. Vimos que fatores emocionais participam desde o início do processo de decisão e persistem após, quando interesses e envolvimentos pessoais se misturam à boa técnica de julgamento. *Value investors* comportam estratégias diversas, mas geralmente estabelecem uma proximidade maior com seus investimentos, interação forma mais intensa e frequente com as companhias, o que pode potencializar esses envolvimentos.

Constatadas estas duas armadilhas potenciais à boa técnica do processo de decisão de investimento – a experiência ‘ligeira’, tratada na Carta anterior, e o envolvimento ‘intruso’, abordado nesta – a pergunta decorrente seria: como fazer para neutralizá-las? Maior cuidado e diligência nos processos analíticos certamente ajudam. Mas, como vimos, no âmbito individual, o esforço deliberativo compete por recursos escassos e também ele pode ser traído pelas sugestões dos mecanismos automáticos.

A forma com que preferimos superar tais obstáculos é através do nosso desenho de decisão colegiada. Aqui, digamos, um ‘terceiro’ sistema entra em jogo. Como uma instância superior, externa ao frenesi eletroquímico dos processos mentais, busca filtrar os vieses cognitivos e os envolvimentos emocionais individuais. Depois de algum tempo experimentando o modelo que explicamos ao longo das últimas duas Cartas, nossa disposição hoje é, com muita segurança, reforçar a aposta nesta receita para os próximos anos.

Rio de Janeiro, 15 de setembro de 2014.

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