

A Experiência da Intuição

Em nosso ofício, conhecimento é matéria prima básica. E conhecimento não se deprecia. Isto significa que devemos ter acumulado dentro de casa um estoque razoável de experiência. No agregado, um múltiplo de dezenas daquele sarrafo mágico de dez mil horas de exposição para se considerar um indivíduo especialista em determinada atividade.

Além da quantidade homem-hora, há também o aspecto não menos importante do foco. Muitos anos perseguindo o mesmo e único objetivo do primeiro dia: encontrar valor por trás dos preços, evitando preços onde não vemos valor. Nos orgulhamos dessa disciplina, que nos manteve num bom trilho. Observadores próximos do ambiente corporativo, somos testemunhas dos efeitos nem sempre produtivos das estratégias de diversificação. Julgamos que nos manter focados ao longo do tempo, se mostrou sensato.

Ainda assim, como seria de se esperar, tivemos alguns tropeços pelo caminho. Alguns investimentos resultaram mal sucedidos. Por sorte, não foram numerosos nem de grande impacto no portfólio. Mas aconteceram. Cabe a indagação: por que mesmo uma empresa tão experiente e especializada numa única atividade não consegue evitar equívocos nas suas decisões? Vencida a breve licença comemorativa da Carta 80, voltamos ao nosso estado habitual de obsessão pela autocrítica. Experiência e foco, que até duas linhas acima eram apenas virtude, agora nos obrigam a pensá-las mais socraticamente.

Esta Carta e a próxima resultam de reflexões introspectivas. A partir dos elementos que definem nosso jeito de ser – *value investors*, horizonte de longo prazo, voltados para uma única atividade, com alguns anos de estrada – ocorreu perguntar-nos: será que esses ingredientes que consideramos atributos fundamentais, que foram responsáveis por chegarmos até aqui, poderiam eles de certa forma conter em si mesmos, armadilhas? Qualidades na origem poderiam se transformar no seu oposto ao longo do caminho?

Neste primeiro texto examinamos o papel da experiência em nossa atividade de investimentos. Como *background*, discutiremos se a nossa maneira de investir é própria para confiarmos em decisões intuitivas, que têm como base a experiência. Na Carta subsequente tratamos da influência dos aspectos emocionais em nossas decisões, à luz da nossa condição de *value investors*. Até então, teremos abordado

exclusivamente os elementos da decisão individual. No fim, consideramos a dimensão do nosso modelo de decisão colegiada, ou seja, a maneira pela qual acreditamos superar, coletivamente, os desvios de julgamento de cada um de nós nas questões relevantes discutidas na Dynamo.

Quando um erro é crasso? Marco Licínio Crasso (115 aC – 53 aC) foi um General romano e político notável. Destacou-se na Primeira guerra Civil da República Romana comandando a vitória na batalha conhecida por Porta Colina. Posteriormente, obteve outro triunfo relevante ao por fim à revolta dos escravos liderada por Espártaco. Licínio fez fortuna e angariou poder, compondo junto com Júlio César e Pompeu a aliança conhecida como Primeiro Triunvirato. Ambicioso, partiu para uma conquista pessoal sobre o Império Parta¹, sem o apoio do Senado Romano. Na chamada Batalha de Carras o General sofreu uma contundente derrota, apesar da enorme superioridade numérica de suas tropas. Na ânsia por conquistar territórios, além de riqueza e prestígio pessoais, Licínio cometeu sucessivos erros de julgamento: confiou excessivamente no potencial de seus soldados, desprezou a ajuda oferecida por aliados, abandonou as tradicionais táticas militares romanas e não checkou informações falsas a respeito da capacidade bélica do exército inimigo. O rei da Armênia ofereceu tropas e passagem pelo seu território. Licínio, orgulhoso, recusou. As divisões romanas foram facilmente emboscadas na saída de um vale estreito. Os partas cuidaram de chegar ao local com um enorme suprimento de flechas trazidas por mais de mil camelos e não tiveram dificuldade em devastar a infantaria romana. Uma derrota esmagadora, vinte mil homens mortos, entre os quais o General e seu próprio filho. Com a morte de Licínio, o triunvirato se desestabilizou. Pompeu entrou em guerra com Julio César precipitando a derrocada da República e o início do Império.

O latim já conhecia o adjetivo *crassus*, com o significado de “gordo, espesso”. Mas, após este episódio, o termo ganhou nova conotação, como ‘grosseiro, tosco, rude’. Erro crasso, erro grosseiro. Quando são conhecidos os elementos

1 O chamado Império Parta (247 aC a 224 dC), cujo nome deriva da região no nordeste do Irã conhecida como Pártia, desempenhou um papel político-cultural marcante na história na antiga Pérsia. Estabelecendo-se por quase quinhentos anos, em seu apogeu, os partas estenderam seus domínios das margens setentrionais do Eufrates, atual Turquia, até leste do Irã. Dominaram a Rota das Sedas, importante percurso comercial que ligava o Império Romano e a bacia do Mediterrâneo ao Império Han da China.

para evitá-lo, mas o próprio autor produz os anteparos que o impedem de decidir acertadamente. Homem experiente, colecionador de vitórias no currículo, o general Licínio acabou emprestando seu sobrenome para história como protagonista de um extraordinário equívoco de julgamento.

Experiência, Intuição e Especialização

Erros derivam das nossas limitações particulares. Da dificuldade do cérebro em capturar uma realidade complexa, permanentemente cambiante, a partir de um aparato cognitivo restrito, que usa modelos mentais simplificados. Não conseguimos acessar a totalidade das informações necessárias para a tomada de decisão. Nem tampouco temos condições de computar todas as variáveis que interferem neste processo. Somos convidados a decidir o tempo todo com informações parciais, ambíguas, as vezes conflitantes, nem sempre plenamente confiáveis e rapidamente obsoletas. Ao mesmo tempo, buscamos coerência, tentamos dar sentido ao mundo ao nosso redor e encontrar explicações apropriadas para nossas ações.

É próprio da natureza humana buscar padrões e analogias como forma de superar o desconhecido. Tentamos sintetizar realidades complexas em algoritmos e simplificações, símbolos do nosso permanente desejo de domesticar o incerto. Há vários exemplos do que se pode alcançar através da deliberada refração do que é irregular: o percurso da terra ao redor do sol vira ano-calendário com 365 dias, o perímetro da circunferência é medido “exatamente” a partir de um número “irracional” – π (π), a geometria inventa formas que parecem ‘naturais’, o ‘valor’ de uma companhia com suas milhares de relações no tempo traduz-se precisamente numa cotação de mercado.

O processo de tomada de decisão constitui basicamente uma atividade mental de preenchimento de lacunas, onde passamos a enxergar a realidade julgada confiável, a partir de fragmentos de informações. Há duas maneiras pelas quais lidamos com este problema de preenchimento de vazios: uma decorre da intuição, outra é mais deliberativa. São os nossos dois sistemas mentais. O chamado Sistema 1 opera de maneira automática, rápida, sem esforço e sem uma noção de controle voluntário. É um sistema emocional, que usa conhecimento tácito com enorme capacidade de processamento simultâneo (paralelo), através do qual integramos inúmeros dados ao mesmo tempo. É o mecanismo que nos faz reconhecer logo uma pessoa, identificar um objeto, completar uma frase, associar ideias, reagir frente uma ameaça. É ele quem nos sugere após as primeiras linhas de leitura de um relatório anual, “isso parece um bom negócio”, ou já nos primeiros minutos de uma conversa com um empresário, “taí, uma história interessante”. É o domínio dos julgamentos intuitivos. O Sistema 2 opera de maneira reflexiva, consciente, analítica, lógica, seriada (passo a passo). É mais lento, exige esforço e usa conhecimento explícito. Tende a ser invocado

conscientemente quando nos deparamos com um problema, um desafio, uma surpresa. O Sistema 2 desempenha também o papel de monitoramento do nosso comportamento, que resulta das sugestões propostas pelo Sistema 1.

Como o propósito neste momento é compreender o papel da experiência em nosso processo de decisão, devemos voltar-nos para o nosso sistema mental intuitivo. Isto porque a experiência constitui a base sobre a qual a decisão intuitiva é erguida, como mostram as boas definições do conceito. “Intuição é um processo inconsciente de tomada de decisão baseado na experiência e no julgamento acumulado” (Williams, 2012)², “é a maneira pela qual usamos nossa experiência sem pensarmos nas coisas conscientemente” (Klein 2011). Na versão clássica de Herbert Simon (1992): “A situação provê uma pista. Essa pista dá ao especialista acesso à informação armazenada na memória, e a informação provê a resposta. Intuição nada mais é do que reconhecimento”. Kahneman (2011) sobre a definição de Simon: “Esta afirmação assertiva reduz a aparente mágica da intuição à experiência cotidiana da memória”. Vejamos então como nosso cérebro nos transforma em indivíduos experientes – e intuitivos.

Técnicas modernas de imageamento utilizadas nas pesquisas aplicadas de neurociência permitem mapear o que ocorre no cérebro do indivíduo submetido a determinado teste empírico, ao longo de todo o processo de decisão. Confrontado por um novo problema, o cérebro “acende” por inteiro, exigindo trabalho de diversas regiões, entre elas, frequentemente, o córtex prefrontal onde os processos controlados ocorrem. Quando voltamos novamente à questão, e assim o fazemos de forma recorrente, o fluxo sanguíneo decresce de forma notável. A ativação se torna bem mais localizada concentrando-se apenas nas regiões especializadas no processamento da tarefa em questão. Ou seja, a medida em que nos familiarizamos com determinado problema, um processo de deslocamento funcional ocorre em nossa unidade fabril cerebral. Transferimos o processamento da tarefa para os sistemas especializados, que passam a tratá-la de forma automática, exigindo menos esforço, menos tempo, menor consumo de energia. O sistema como um todo ganha produtividade e eficiência.

Experimento (Lo e Repin, 2002) feito com traders no mercado financeiro corroborou este resultado que parece óbvio. Traders com pouca experiência mostraram significativa reação fisiológica diante de mudanças bruscas de direção dos mercados. Já os profissionais mais experientes apresentaram bem menos reatividade aos mesmos eventos. Os anos de exposição tornaram possível um processo de automatização, fazendo com que os traders mais experientes se ‘acostumassem’ aos eventos mais críticos, conferindo-lhes maior capacidade adaptativa.

² Como de costume, dispomos as referências bibliográficas completas em nosso site, através do link: <http://www.dynamo.com.br/pt/biblioteca>

Dadas nossas severas restrições de capacidade de processamento pelo sistema controlado, o cérebro maximiza sua economia procurando automatizar operações. Na verdade este é uma das marcas que caracteriza um especialista (*expert*), justamente essa capacidade de processar de maneira automática tarefas não triviais que normalmente exigiriam maior esforço deliberativo.

É o caso por exemplo dos grandes mestres no jogo de xadrez que podem armazenar até dez mil posições na memória e escolher de forma instantânea a melhor jogada para aquele tabuleiro³. Estudos mostram que esses especialistas escolhem suas jogadas recorrendo mais aos processos de reconhecimento de situações, a partir de um conhecimento tácito, do que às buscas conscientes de estratégias. Eles apreciam a dinâmica da disposição das peças e rapidamente identificam uma linha promissora de jogada. Uma forma de talento perceptivo no qual padrões complexos são reconhecidos. Característica deste processo é que ele costuma sugerir uma única escolha, e não uma árvore de decisões, nem ao menos um plano B. É o Sistema 1 operando a todo vapor. O Sistema 2 chega depois. Fica encarregado de executar a solução proposta, simulá-la mentalmente, ou sugerir outra alternativa, quando há suspeitas que o julgamento intuitivo possa estar errado.

Outra atividade onde a experiência consegue reconhecer padrões que descrevem bem a dinâmica da situação é o episódio dos bombeiros encontrado em Klein (1999). Num relato já clássico, ele descreve o caso de um comandante experiente que numa ação de combate ao incêndio numa residência “começa a sentir que há algo de errado”. Ele não sabe exatamente o que é, o fogo parece calmo demais, há pouca fumaça e ao mesmo tempo calor excessivo, um quadro “radicalmente não comum”. O comandante reúne a equipe e ordena uma retirada imediata do local. No momento seguinte, o pavimento desaba. Em entrevista posterior, ele mesmo não soube explicar como exatamente tomou a decisão acertada naquele momento crítico.

Em determinadas circunstâncias, instigados pelo desafio de uma decisão, indivíduos experientes apresentam uma impressionante habilidade para gerar opções plausíveis, com enorme eficiência de tempo e de esforço.

Experiência, Intuição e Investimento

Em nosso dia a dia de interação com empresários e executivos das companhias é comum ouvirmos que a intuição desempenha papel relevante em suas decisões. Pesquisas com CEOs lá fora confirmam a mesma propensão. Entre os *traders* do mercado financeiro, também é conhecido este tipo de atribuição. A essa altura, cabe perguntar: em quais

condições os julgamentos intuitivos são válidos? Onde não se recomenda confiar na própria intuição?

Assumindo motivação e dedicação como elementos presentes, são basicamente dois os requisitos necessários para que se possa desenvolver de forma confiável, um talento intuitivo: i) a presença de um ambiente suficientemente estável que ofereça aos indivíduos a possibilidade de uma prática repetitiva; ii) que os indivíduos possam frequentemente encontrar padrões de reconhecimento e receber um *feedback* rápido e inequívoco sobre a adequação do que foi decidido.

O ambiente deve ser regular o suficiente para prover evidências, pistas válidas para o indivíduo decidir. Válidas no sentido em que apresentem uma estrutura causal, estatística, bem definida: dadas as condições de temperatura e os aspectos físicos dos pavimentos, há indícios de que o prédio possa desabar. Sob tal disposição de peças do tabuleiro, recomenda-se avançar o cavalo.

Ao mesmo tempo, os indivíduos devem ter oportunidade para aprender as regras do ambiente e checar o resultado de suas ações. O fogo se propaga obedecendo algumas leis físicas, vamos sair logo daqui. O prédio desaba em seguida, decisão acertada. As peças no tabuleiro se movem sob regras conhecidas, estima-se que a melhor jogada neste caso seria C4BR. Perde-se o jogo em quatro lances, escolha ruim.

A nossa atividade de investidor, seria ela também própria para decisões intuitivas? Sabemos que analítica ela é, até pela forma como nos definimos. Na Carta 76, quando investigávamos o dilema sorte x talento, descrevemos as quatro categorias onde buscamos formar competência – números, companhia, gestão e negócio. Lá listamos uma série de tarefas tipicamente analíticas. Busca deliberada por novas informações. Leitura de documentos, exame crítico. Visitas aos ativos físicos. Reuniões com executivos. Clientes, fornecedores, competidores. Reflexão. Discussão. Ampla utilização de ferramentas, das pesquisas de campo aos modelos computacionais. Testar hipóteses, checar respostas, observar comportamentos, monitorar variáveis. Ou seja, um longo caminho de construção gradual, analítica e crítica, até chegarmos numa boa tese de investimento. É o Sistema 2 no comando.

Agora sabemos também que, onde houver um indivíduo decidindo, os processos automáticos desde cedo estarão presentes influenciando na origem tudo o que ocorre depois. Então, mesmo com todo esse esforço analítico coletivo, é para o mundo mais secreto da intuição individual que devemos ir neste momento.

Voltamos então à pergunta: investir em ações seria uma atividade própria para decisões intuitivas? A maneira como se investe influencia no grau desta resposta. Se o investidor tem um horizonte mais curto, se ele se preocupa mais com os fluxos e variações de curto prazo dos preços em tela e com a psicologia dos demais investidores, o ambiente relevante para este investidor são os mercados financeiros. A opinião predominante, entre psicólogos e economistas

³ Curioso, os experimentos mostram também que essa habilidade extraordinária só funciona para aquelas disposições plausíveis de jogo. Os grandes mestres não mostraram habilidades superiores quando as peças foram distribuídas de forma aleatória.

que refletem sobre esse assunto (entre eles Kahneman e Klein, 2009), é a de que o mercado de capitais não pode ser considerado base confiável para uma decisão intuitiva. Trata-se de um ambiente complexo, adaptativo, variante, onde a situação atual não consegue oferecer pistas seguras para se inferir sobre o que poderá ocorrer no futuro⁴. Sendo assim, o reconhecimento de determinados padrões que resultou em um *trading* ganhador hoje não teria utilidade alguma no pregão de amanhã. Por outro lado, se a visão é a de que os mercados oferecem situações – muitas vezes persistentes – de arbitragens, então fica aberta a possibilidade de se enxergar o mercado como um ambiente onde se pode praticar, aprender, desenvolver um talento especial para identificar padrões de oportunidades lucrativas (Coates 2012). Assim como bombeiros e jogadores de xadrez, investidores treinados, decidindo com base em suas experiências intuitivas, poderiam ser bem sucedidos na hora de enfrentar incêndios e alcançar o xeque (cheque) mate em suas operações.

Pelo nosso conhecimento, são relativamente poucos os traders e gestores de portfólio que conseguem obter resultados consistentes a partir de uma proposta de investimento mais orientada para acertar os movimentos do mercado. As estatísticas mostram que é preciso desenvolver um raro talento para se obter sucesso nessa aventura.

Para sorte nossa, a forma de investir aqui na Dynamo prescinde de considerações acerca de direção dos mercados. A base exclusiva de matéria prima para a construção de investimentos são as empresas e seus arredores, aquelas quatro categorias que mencionamos acima. Para saber se podemos confiar em nossas intuições, temos que nos voltar para o universo corporativo.

Aqui já se identifica maior regularidade. Leis econômicas, relações físicas na produção, transporte e comercialização, regras do jogo competitivo ou normas do jogo regulado, princípios de organização das indústrias, comportamento dos consumidores. Tudo isso sugere uma base de relações com padrões de causalidade mais nítidos. A decisão de um investidor tomada a partir desses elementos passíveis de maior delimitação pode autorizar a experiência pessoal como base cognitiva confiável. Por exemplo, efeitos de rede combinados com alto custo de troca fazem da Cielo um bom negócio. A cultura empresarial da ABI/Ambev faz com que a companhia consiga capturar de forma recorrente as sinergias a cada nova aquisição. O conhecimento tácito, a experiência específica, o perfil empresarial e a capacidade executiva do seu CEO, credenciam-no para tocar o plano de negócios da Renner. Anos de interação com as companhias, de estudo e observação sobre os negócios, de acompanhamento diário dos passos dos executivos, nos permitem avaliar este esto-

que de experiências/evidências como referência para novas decisões de investimento.

Porém, não sem ressalvas. O jogo da competição corporativa é dinâmico, evolutivo. As interações exponenciam as diferenças. As associações do passado podem não ser mais qualificadas para o presente. O perigo mora nas diferenças, nas mudanças, nas nuances. Sendo assim, temos que adotar uma postura cautelosa com a nossa própria experiência. E assim o fazemos em relação aos executivos que estão à frente das decisões estratégicas das companhias onde investimos. Guardamos uma relação ambígua com a experiência. Sem ela as companhias caem na paralisia da análise (*analysis paralysis*), tornam-se vulneráveis, reféns da sorte ou da indústria de aconselhamentos, pesquisas e consultorias. Gostamos quando a experiência se faz presente, reconhecemos seu valor, mas temos que considerar se ela é especificamente relevante para o caso em questão. Fácil no conceito, difícil na prática. Algumas dicas práticas para tentarmos averiguar se a experiência pode se revelar enganosa, levando a julgamentos falhos: i) focar nas dúvidas, nas incertezas, nas diferenças. Se o desconhecido é diferente, os casos anteriores não ajudam. Maior esforço analítico será exigido para se preencher as lacunas; ii) investigar o quão rígidas são as diretrizes estratégicas, se a empresa tem algum imperativo institucional, se há verdades intocáveis, certezas há muito não investigadas, na companhia ou na indústria. Quanto mais rígidas as estruturas, provavelmente menor a capacidade da companhia de perceber as mudanças e lidar com as transformações. Maiores as chances, portanto, de se cair nas armadilhas do falso conhecimento acumulado.

Outro perigo é que a experiência pode trazer consigo um comparsa, o excesso de confiança. Erros importantes costumam ser cometidos por indivíduos experientes e autoconfiantes, como o General Crasso. Empresários e executivos à frente das grandes companhias geralmente são indivíduos experientes, que acertaram mais do que erraram. Fazem jus à autoestima e à autoconfiança, qualidades necessárias às suas funções. O problema surge nos excessos. E esta linha de demarcação costuma ser muito tênue. Uma das formas de checarmos se a confiança anda espaçosa é justamente observando o quão automáticas estão as etapas dos processos de decisão. Assuntos complexos tratados como questões óbvias, decididos de forma apressada, diagnósticos rasteiros, devem levantar suspeita. “É óbvio que já vimos isso antes”. “A resposta é fácil, basta lembrar da última vez”. Vejamos algumas ilustrações concretas.

Uma das decisões corporativas mais propensas a este tipo de inferência ocorre na área de aquisições, principalmente naquelas empresas onde o modelo de negócios se baseia em M&As. Aqui, é muito comum tomar a valor de face as experiências bem sucedidas do passado, transpondo-as sem maiores considerações para a realidade presente. O caso de William D. Smithburg, CEO da Quacker, é uma boa ilustração para o caso. Em 1983, Smithburg liderou a aquisição da Gatorade, marca líder no segmento de bebidas

4 Para quem aceita a hipótese dos mercados eficientes, a conclusão é ainda mais direta: se este for o caso, os preços de mercado incorporam a cada momento toda informação disponível. A trajetória futura dos mercados descreve um passeio aleatório, oscilando apenas em função das novidades, impossíveis de serem antecipadas.

isotônicas. Um sucesso absoluto, provocando uma completa transformação na performance da Quacker. Uma década depois, Smithbourg parte para outra aquisição importante, a Snapple, também líder no segmento de chás gelados e sucos de frutas. A ideia agora era aplicar a experiência adquirida para reverter a tendência de declínio nas vendas e explorar as sinergias com a marca Gatorade. Nada disso ocorreu. A compra da Snapple mostrou-se um fracasso, a experiência da Gatorade uma ilusão. Faltou enxergar as diferenças, óbvias até. Enquanto que a Gatorade era uma marca líder num segmento em franca expansão, o mercado da Snapple já apresentava taxas decrescentes de crescimento. Outras diferenças importantes nos times de gestão, culturas empresariais, estratégias comerciais/marketing e canais de distribuição também foram subestimadas (cfr. Finkelstein 2008).

A EuroDisney é outro exemplo conhecido. Após o sucesso dos parques americanos e da experiência de internacionalização bem sucedida no Japão, Paris foi escolhida para abrigar o primeiro parque europeu. Inaugurada em 1992, os primeiros anos da EuroDisney foram terríveis. Já no primeiro exercício, o parque temático acumulou prejuízo de quase U\$ 1 bilhão. Além do fator clima, em tese já levado em consideração no *business plan*, diferenças culturais importantes foram subestimadas, desde o sentimento nacionalista francês, a proibição de bebidas alcoólicas nos parques, até as dificuldades de recrutamento local no 'padrão Disney' de relacionamento com os visitantes.

A trajetória de Paul Reichmann na Olimpia York também ilustra o caso. Reichmann construiu fortuna no mercado imobiliário canadense, acumulando uma longa história de empreendimentos bem sucedidos. Expandiu suas atividades para os Estados Unidos e Japão, tornando-se nos anos 80 o maior incorporador do mundo. Reichmann tinha a fama de "gênio", *contrarian*, e contava com o apoio incondicional dos bancos que disputavam a oferta de crédito para seus empreendimentos. Esse currículo impressionante o levaria até o projeto *Canary Wharf* em Londres, seu maior empreendimento imobiliário, desenvolvido no final dos anos 80. Com a desaceleração da economia mundial, o colapso do mercado imobiliário comercial londrino, a excessiva alavancagem e a saída da primeira ministra britânica Margaret Thatcher, que havia prometido suporte pessoal ao projeto, a Olimpia York foi à falência em 1992.

Outro exemplo que frequenta os estudos de casos de estratégia corporativa nas escolas de negócios é o da Circuit City. A origem da companhia remonta a 1949, quando Sam Wurtzel inaugurou uma pequena venda de aparelho de televisão em Richmond. Renomeada nos anos 70, a Circuit City se transformaria num ícone do varejo americano de eletrodomésticos e eletrônicos, chegando ao ano de 2000 com mais de 60 mil funcionários e 616 lojas. Baseada no conceito de "superstore", a companhia desenvolveu uma série de competências que se provaram difíceis de replicar. Sistema de tecnologia de informação que permitia uma gestão sofisticada no ponto de venda, rastreamento de es-

toques e acompanhamento detalhado das preferências dos consumidores, além de um modelo de vendas único. Suas lojas não contavam com *checkout* central, o atendimento era feito através de múltiplos terminais dispersos atendidos por uma equipe de vendas treinada, experiente e altamente motivada. Pois bem, a Circuit City pediu concordata em novembro de 2008. Não por um único golpe fatal, mas por uma série de pequenas decisões falhas, equívocos estratégicos combinados com má execução. A companhia perdeu foco – entrou no negócio de varejo de carros usados (CarMax), testou sem sucesso uma nova tecnologia de DVD (DIVX) – enquanto sua principal concorrente, a Best Buy, avançava num desenho de lojas mais adequado para a realidade dos equipamentos menores (PCs e gadgets). Em resposta à ameaça concorrente, entre outras decisões equivocadas, a Circuit City resolveu parar de vender eletrodomésticos perdendo fluxo nas lojas e eliminou de forma atabalhoada sua força de vendas especializada. Alan Wurtzel, filho do fundador e ex-CEO, afirmou posteriormente que os executivos estavam a par dos problemas do varejo, mas que "havia arrogância". Reconheceu que uma das principais razões do fracasso foi o fato de a companhia ter entrado no novo milênio insistindo na mesma estratégia que a levou ao sucesso, focando em serviços que os consumidores não precisavam nem queriam mais.

O apogeu e declínio meteórico da BlackBerry também ilustram o perigo de se ficar ancorado nas experiências bem sucedidas, principalmente em indústrias com taxas aceleradas de inovação. Em 2009, a BlackBerry era eleita pela revista *Fortune* como a companhia de maior crescimento no mundo. Apenas quatro anos depois, em 2013, suas ações acumulavam perdas de 90%. Após o espetacular sucesso de seu celular-com-teclado junto aos usuários corporativos,

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

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	138,4%	31,0%	1,9%
36 meses	52,1%	16,3%	-5,1%
24 meses	19,8%	12,2%	-0,5%
12 meses	10,7%	15,1%	15,8%
No Ano	5,0%	7,6%	8,4%

Valor da cota em 31/07/2014 = R\$ 449,723519570

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%
JUN	-1,7%	8,4%	2,0%	12,0%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$2.065.778.460

(*) 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.

a companhia não percebeu a revolução do smartphone, capitaneada pelo usuário não corporativo. iPhones e Androids iriam muito além de um aparelho de comunicação, transformando-se num *hub* de entretenimento móvel. O que parecia uma simples opção por funcionalidade – entre teclado e *touchscreen* – escondia uma transformação radical no conceito do produto.

A experiência também pode trair gestores de recursos experientes, levando-os a incorporar como dados, elementos que necessitariam maior investigação. Na última grande crise de 2008, *value investors* de renome amargaram perdas significativas em seus investimentos nas companhias do setor financeiro. Suas teses eram sustentadas tendo como base métricas tipo desconto sobre *book value* dos bancos. Quando veio a crise, viu-se que o patrimônio contábil dos bancos não era uma referência suficiente. Faltou uma análise mais cuidadosa para enxergar as práticas que poderiam fragilizar a integridade daquela referência contábil: excesso de alavancagem, bolha na originação de empréstimos no setor imobiliário, falta de controles internos, gestão orientada para maximizar resultados de curto prazo.

Experiência é fundamental em nossa atividade. Como vimos, a forma pela qual a Dynamo investe autoriza-nos a buscar na bagagem do passado *inputs* válidos para a decisão presente. O estoque de erros e acertos acumulados configura base pertinente de conhecimento e, de certa forma, diferencial competitivo na nossa indústria. Mas não é tudo. É quando muito condição necessária porém nem de longe suficiente. Tratar de forma automática e simplificada o que deveria merecer maior investigação; dispensar *in limine* a humildade de iniciante (ou de quase todo iniciante); interpretar como já conhecido ou experimentado o que é só parecido sem ser igual; inferir não por indução mas por reflexo – são todas elas armadilhas perigosas e muitas vezes inevitáveis da própria natureza humana. Se o processo de decisão apresentar falhas, a experiência bem sucedida do passado pode se transformar na origem do fracasso futuro. Inúmeros são os exemplos que conhecemos no ambiente corporativo e nas decisões de investimentos. Além de alguns, bem mais penosos e particulares, que deixamos cuidadosamente guardados na nossa memória autocrítica.

Rio de Janeiro, 12 de agosto 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

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