

Carta

Dynamo 38

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 2º TRIMESTRE DE 2003

www.dynamo.com.br

Os Modelos Mentais de Charlie Munger

“Como você passa os seus dias, o que você faz durante as horas de trabalho?” perguntou o acionista da Berkshire Hathaway ao CEO Warren Buffett em uma das suas famosas assembléias em Omaha.

“Eu leio relatórios e falo ao telefone. Isso é basicamente o que eu faço. E você Charlie, o que você faz?” respondeu Buffett com um leve sorriso, transferindo a indagação ao seu principal sócio.

“Bem, essa pergunta me lembra muito um amigo meu que na Segunda Guerra pertencia a um grupo de soldados que não tinha absolutamente nada para fazer. Um general mandou chamá-los e perguntou ao comandante do grupo: “Comandante o que você faz por aqui?”. O comandante respondeu: “Absolutamente nada”. O general, cada vez mais nervoso, apontou aleatoriamente para esse meu amigo e disparou: “E você, soldado, o que é que você faz?”. “Eu ajudo o capitão”, respondeu ele. Ora, esta é a melhor maneira de descrever o que eu faço na Berkshire.”¹

Esta é mais uma das inúmeras e improváveis histórias que esta admirável dupla de investidores costuma contar quando conversa com seu público de acionistas. A modéstia de Charlie Munger é obviamente exagerada. Mas, como se costuma dizer, tem lá seu fundo de verdade. Se Buffett é reconhecido como o grande operador e a sabedoria prática da Berkshire, Charlie parece ser, lateralmente, a matriz mais conceitual e intelectualmente sofisticada desta incrível fábrica de acertos em decisões de investir. E isso no mercado americano, onde a concorrência não é nada desatenta.

A popularidade de Buffett atrai a curiosidade da maioria dos analistas, que tenta entender (para poder imitar) como se faz o que ele faz. A valorização quase artificial – e em geral a posteriori – da simplicidade de seus critérios para comprar e vender ações, a facilidade com que explica seus métodos para escolher e manter as companhias investidas, o bom humor de suas citações e o charme de quem parece se divertir permanentemente com o trabalho, fazem de Buffett o centro das atenções. Há uma vasta obra de intérpretes da filosofia buffettiana publicada

(1) In Janet Lowe, “Damn Right! Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger”, John Wiley & Sons, Inc. pg. 232 (tradução livre).

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura.

Nosso Desempenho

As cotas do Dynamo Cougar tiveram uma valorização de 9% no último trimestre. No ano, a valorização ficou em 8,1% que se compara com 15,1% do Ibovespa e 17,5% do FGV-100. Desde o início de suas operações em 1 de setembro de 1993, as cotas do Dynamo Cougar subiram 1.202% em dólares, ou o equivalente à 29,8% ao ano.

Neste semestre, a taxa de câmbio teve uma expressiva apreciação (18,7%). Não por outra razão, as ações de empresas com dívidas em dólar e/ou que vendem produtos *non-tradables* foram as que mais subiram até agora. Em geral, ações de empresas exportadoras tiveram um fraco desempenho no período. Neste contexto de curto prazo, dada a concentração da carteira nesta última categoria de empresas, o comportamento das cotas do Dynamo Cougar no semestre foi razoável.

Tudo indica que o nível de atividade econômica no país está passando pelo ponto mais baixo do ano. De fato, algumas empresas têm se mostrado surpresas com o volume reduzido de vendas. Mesmo alguns produtos de baixo valor unitário têm apresentado queda no volume comercializado na comparação anual, o que não acontecia há muitos anos. Por exemplo, o volume de frangos vendidos no mercado interno caiu cerca de 8% no ano até maio. Aparentemente, apenas as empresas exportadoras têm conseguido manter um baixo nível de capacidade ociosa.

Não obstante, parece haver um certo consenso de que a inevitável redução da taxa de juros será suficiente para, pelo menos, inverter a tendência. O tamanho da redução dos juros e a força da recuperação econômica permanecem, como quase sempre, sendo as variáveis de mais difícil previsão. A julgar pelo comportamento da Bolsa, os investidores parecem estar mais otimistas do que as empresas, o que é natural dada a situação. Mas essa diferença de perspectivas não implica em maior probabilidade para nenhum cenário específico.

Se olharmos um pouco além de 2003, a visibilidade do ponto de vista da atividade econômica fica ainda mais reduzida. Todos estamos positivamente surpresos com a competência macroeconômica do novo governo, mas a gestão micro tem deixado muito a desejar e é difícil prever o impacto desta ineficiência no crescimento da economia.

Resumindo, como já dissemos anteriormente, o governo do PT alarga o espectro de cenários econômicos possíveis. Pode ser que as

reformas passem de maneira consistente, a taxa de juros caia, a taxa de câmbio recupere competitividade, a economia acelere, os investimentos retornem. Este é um cenário com boa probabilidade de ocorrer. Por outro lado, infelizmente, não conseguimos descartar um cenário onde somente as reformas possíveis (e insuficientes) sejam aprovadas, o governo não possa reduzir os juros na velocidade desejada, o câmbio continue nos mesmos níveis, e atividade econômica apenas saia dos porões atuais, mas não decole.

Em cenários de maior incerteza, investidores tendem a valorizar mais empresas que geram um alto volume de fluxo de caixa livre, que pode ser usado para redução de endividamento ou para distribuição de dividendos, do que empresas com programas de investimentos relevantes. Esta tendência ficou clara ao longo do semestre quando as ações de algumas empresas que anunciaram redução de investimento tiveram valorizações expressivas. Da mesma forma, ações com alto *dividend yield* também tiveram ótima performance. O grau de ceticismo aumentou ou, dito de outra forma, a taxa de desconto para novos investimentos e a preferência por liquidez se elevaram.

Na Dynamo, historicamente, temos preferência por investir em empresas com alto retorno sobre o capital, boas margens operacionais e boa disciplina de capital. Se bem geridas, este tipo de empresa costuma gerar um forte fluxo de caixa livre. Nos últimos anos, como a economia não tem estimulado e a concorrência não tem exigido novos investimentos, esta geração de caixa tem se acumulado o que, num cenário de altas taxas de juros reais, é muito positivo.

Crescentemente, temos procurado dar mais ênfase ao múltiplo de preço da ação sobre o fluxo de caixa livre e menos importância ao popular *Ev/Ebitda* (valor total da empresa, isto é, capitalização do mercado mais a dívida sobre a geração de caixa antes de impostos, resultado financeiro, depreciação e amortização). Para uma empresa com alta geração de fluxo de caixa livre, este último múltiplo se reduzirá necessariamente ao longo do tempo pela redução do numerador. Para empresas que fazem novos investimentos com esta geração de caixa, este múltiplo só será reduzido se o *Ebitda* futuro tiver um crescimento compatível com o nível de investimentos, o que é mais incerto. Nesse sentido, a não ser em casos muito específicos, continuamos a preferir as empresas mais prudentes.

em livros e estudos acadêmicos. Mas para se captar as raízes mais profundas do funcionamento e da atuação da Berkshire, talvez o melhor seja seguir as pistas espalhadas por Munger nos seus não tão freqüentes e quase fragmentários pronunciamentos. Discreto, lacônico e não muito simpático, o sócio mais velho da Berkshire Hathaway é um investidor que gostamos de acompanhar tão de perto quanto possível.

Charlie Munger é um pensador, um organizador de idéias sobre as engrenagens que governam os fundamentos de uma empresa. Não é pouca coisa. No mercado de ações, é muito mais fácil dizer-se um investidor fundamentalista do que explicar (ou, às vezes, entender) o que exatamente isto significa.

O estoque de capital de uma sociedade anônima é representado por ações que dão direito aos ganhos e aos ativos da sociedade. O valor dos ativos pode, na maior parte das vezes, ser determinado com razoável certeza. Já os ganhos futuros gerados por estes ativos só podem ser estimados com base em hipóteses e modelos que procuram projetar o que vai acontecer com a empresa nos próximos anos. A flutuação do preço de uma ação no mercado reflete diferentes maneiras de se construir ou inferir estas estimativas.

Quando nos referirmos a fundamentos de valor para uma companhia, estamos implicitamente desconsiderando oscilações de curto prazo (em geral, acidentais) na formação do preço de sua ação. Esta distinção, aliás, é uma das maneiras de se classificar diferentes investidores: os que se orientam por características mais estruturais das empresas para entender seu valor são os fundamentalistas. Os que tentam acompanhar apenas os acontecimentos conjunturais que afetam o preço da ação são os *market timers*. Há ainda os "grafistas", que se interessam pelo comportamento das séries de preço da ação, às quais atribuem propriedades estatísticas domesticáveis e, eventualmente, leis matemáticas próprias. Certamente, esta rápida classificação não esgota a taxonomia do investidor, mas, talvez, exemplifique os tipos mais usuais que se encontram no mercado.

Os que trabalham com fundamentos se orientam por estratégias de mais longo prazo. São mais pacientes (ou deveriam sê-lo) com suas previsões, desconsiderando as perturbações que podem atingir uma ação independentemente do que está acontecendo com a companhia. Mesmo os chamados fatores não operacionais que impactam momentaneamente o balanço de uma empresa são observados com uma certa distância. O importante é revisitar e confirmar permanentemente as hipóteses aceitas para a previsão do futuro das companhias analisadas. Por isto mesmo, os portfólios deste tipo de investidor apresentam, em geral, volatilidade relativa inferior e a sua performance só deve ser avaliada em períodos mais largos. O que se espera da alocação de recursos guiada por este tipo de abordagem é um retorno razoavelmente elevado (mas não os mais altos do mercado) e consistente. Com isto pode-se obter os benefícios

muito significativos da acumulação (*compounding*) de ganhos ao longo do tempo. A Berkshire Hathaway, que é certamente o grande paradigma internacional do investidor fundamentalista, se orgulha de sempre poder registrar nos seus famosos relatórios anuais que quem investiu US\$19 em 1964 hoje tem aproximadamente US\$41.000. Isto significa uma taxa média de retorno anual de cerca de 22.2%, durante 38 anos!² Esta taxa não parece excepcionalmente alta, especialmente quando comparada com os campeões de mercado a cada ano. A incrível criação de valor ao longo do tempo só mostra o poder invisível da acumulação de ganhos contínuos por extensos períodos, ainda que a taxas moderadas.

Nós, na Dynamo, temos nos subordinado com bastante disciplina aos princípios da análise fundamentalista. No Brasil, o ambiente econômico é bem menos estável do que em países de capitalismo mais desenvolvido, o que torna a técnica da avaliação do preço justo das ações por fundamentos ainda mais complicada. Além disso, há também o problema da distribuição de resultados entre os vários acionistas, tema mais pertinente às discussões sobre governança corporativa e que não é objeto desta Carta. Com tudo isso, consideramos que nossos fundos têm demonstrado que é possível investir em ações no Brasil, menos pela tentativa de acertar movimentos rápidos nos preços dos papéis e muito mais pela vinculação de seu valor aos resultados das companhias.

Se a matéria-prima do *market timing* é a informação em tempo adequado e a do "grafista" a econometria das séries temporais, para o fundamentalista a tarefa é decifrar corretamente presente e futuro das empresas que escolhe para aplicar seus recursos. Ou seja, trata-se de enxergar o que é relevante em meio à uma complexa rede de relações qualitativas e quantitativas que acontecem dentro e no entorno das firmas. É recomendável consultar executivos, controladores, fornecedores, clientes, concorrentes, e tantos quanto tenham algum ângulo de relacionamento com a empresa analisada. Para isso é preciso algum malabarismo interdisciplinar que englobe desde conhecimentos muito específicos de contabilidade até as leis gerais de outras ciências, passando por problemas macro e microeconômicos.

Outro requisito importante é uma certa dedicação ao acompanhamento, a cada momento, do que verdadeiramente está acontecendo na empresa. Parece simples, mas não é. Saber interpretar informações dos mais diversos agentes, todos com algum tipo de interesse envolvido e nem sempre alinhado com o dos acionistas, é um paciente jogo de hermenêutica e comparações. Muitas vezes, as empresas publicam suas "verdades" com a sutileza de São Atanásio. Conta-se que, em certa ocasião, o Santo fugia de seus perseguidores quando foi alcançado por alguns deles. Tendo-o tomado por um homem comum, perguntaram-lhe se por acaso havia visto um traidor (no caso, ele mesmo) em fuga. Não admitindo mentir, mesmo que para

se salvar, São Atanásio respondeu apenas: "sim, e não longe daqui". As vezes, temos a impressão que vários relatórios e balanços são editados na mais fina tradição da escola atanasiana.

Por raro que sejam, encontros entre a sabedoria dos filósofos e a argúcia dos investidores podem ser oportunos. Bernard Williams é um filósofo americano que há tempos se dedica a investigar o conceito de verdade. Para ele a verdade tem duas virtudes.³ Primeiro, a da precisão que é a disposição de se assegurar que na formação de nossos juízos nos esforçamos ao máximo para garantir que temos a melhor evidência possível, que a ponderamos imparcial e corretamente, e que estamos sempre prontos para aceitar contra-evidências quando elas ocorrem. Para o bom analista de fundamentos este é um princípio de valor inestimável. Segundo, a da sinceridade que se aplica à comunicação entre pessoas uma vez que significa a expressão do que se realmente pensa, sem subterfúgios. Para decisões coletivas de investir esta é uma virtude indispensável.

O grupo de investidores em valor (*value investors*), outra maneira pela qual são conhecidos os fundamentalistas, não é numeroso em nosso mercado, orientado preferencialmente para as aplicações de prazo mais curto. Mesmo nos mercados mais organizados, este grupo não compõe um segmento expressivo. Justo, portanto, que aqueles que se destacam sejam acompanhados com interesse pelos demais. E é aqui que entra a figura curiosíssima de Charlie Munger, 79 anos, nascido em Omaha, Nebraska, assim como Warren Buffett (cujo filho, Howard Buffett, costuma dizer que seu pai é o segundo homem mais esperto que ele conhece, dispensável nomear o primeiro).⁴

Para Munger, o domínio de todas as técnicas de análise de empresas é uma condição necessária para o bom investimento. Entender informações contábeis, acompanhar a evolução de balanços, estudar a indústria, conhecer os documentos constitutivos da sociedade, acompanhar a política de remuneração dos executivos, traçar uma direção para o futuro dos negócios, tudo isso cria parâmetros para a decisão de investir. Mas está longe de ser suficiente para se tomar esta decisão, mesmo porque ela não é paramétrica. Na administração de uma empresa há pessoas envolvidas. Igualmente, são pessoas que traçam os planos dos competidores, definem normas de regulação e organizam as compras dos clientes. Logo, longe de ser uma ciência exata, investir, manter o investimento e "desinvestir" são escolhas imersas em múltiplas subjetividades. É essa a parte que interessa mais de perto a Munger. E neste terreno muito menos firme que se pode espiar "o pulo do gato".

A organização de dados e informações, a proposição das melhores inferências e o trabalho analítico mais detalhado, exigem grande esforço e perícia, mas fazem parte do mundo mais disciplinado das quantidades e, portanto, do raciocínio lógico. Já as ações humanas, seus desígnios e conseqüências não intencionais formam um outro campo de entendimen-

(2) Berkshire Hathaway Inc., 2002 Report, pg. 3

(3) Para os eventuais interessados, a referência é: Bernard Williams, *Truth and Truthfulness: An Essay in Genealogy*, Princeton University Press.

(4) Roger Lowenstein, "Buffet: Making of an American Capitalist", Random House, 1995, pg. 162.

to, muito mais próximo da psicologia do que das ciências exatas.

Podemos dividir a abordagem mungueriana em dois grandes blocos. O primeiro diz respeito às prescrições positivas para o manejo de todos os parâmetros e variáveis que estão presentes no dia a dia de um investidor fundamentalista. Para isso, Munger considera indispensável a formação de modelos mentais que levam ao conhecimento de situações reais. Esses modelos são construções da nossa história intelectual e científica (mais desta última do que da primeira) de comprovado poder explicativo sobre diferentes fenômenos. É desses grandes teoremas que originam-se os corolários da chamada sabedoria prática (*worldly wisdom*), tão enaltecida por Munger (daí seu fascínio por Benjamin Franklin, esse Leonardo da Vinci americano do século XVIII). Fica subsumida nesta tarefa de montar modelos que, para se tornar um especialista na escolha de suas ações, o investidor precisa dispor de uma formação generalista e interdisciplinar – a qual, Charlie Munger muito se orgulha de ter acumulado – que lhe permita o acesso à pluralidade de modelos. Mesmo porque, sem ela, ficamos reduzidos ao que Munger chama de maldição do homem do martelo, para quem, qualquer problema se parece com um prego.

Que modelos são esses? Da Matemática vem a análise combinatória, a álgebra simples e principalmente a teoria das probabilidades (um valor futuro é sempre um valor esperado). “Eu cedo percebi que a Matemática é parte vital da linguagem necessária para entender a vida”.⁵ O respeito de Munger pela força do rigor matemático chega ao paroxismo de aproximá-lo de certas excentricidades típicas dos matemáticos. É sabido o relativo desprezo dos matemáticos por “leis gerais” que se baseiam na empiria e não na dedução lógica. Por isso mesmo, dão ao computador um lugar bem menos importante e mais impuro do que em princípio se imaginaria. Matemáticos costumam dizer que formam o segundo departamento mais barato das universidades pois, para trabalhar, só precisam de lápis, papel e uma lata de lixo. Qual o mais barato? O de Filosofia, que dispensa a lata de lixo. Numa das seções de perguntas e respostas que mantém com seus acionistas ao fim das assembléias, foi-lhe indagado se costumava utilizar um computador para verificar tendências econômicas e séries estatísticas. Munger respondeu, com indistigável satisfação, que não usa computador até hoje: “As pessoas calculam demais e pensam de menos”.⁶

Nas escolas de Engenharia foram criados e são aplicados os conceitos de *backup*, *feedback* e de massa crítica, todos muito úteis. Im-

possível nesta Carta tratar dos desdobramentos destas idéias no campo da teoria de investimentos. Mas tenha-se em mente que engenheiros têm um forte incentivo à mais plena acurácia no que fazem, pois erros nesta matéria podem ter conseqüências catastróficas.

Já nos Departamentos de Finanças das melhores universidades americanas, circula o “anti-modelo” (que vale como negativo da coisa certa) que postula a perfeição dos mercados. Ora, afirma Munger, a idéia é, na média, aproximadamente correta. Em qualquer transação, há os que ganharão e os que perderão. Só é possível ganhar persistentemente do mercado se você conseguir encontrar “desvios” de oportunidade (como a Berkshire vem fazendo há tantos anos, daí a ironia), pois não é dado a todos ganharem tudo. Como afirma Munger com humor, só 20% de nós podem estar no quinto superior (*top fifth*) de performance no mercado. O contra-modelo mungueriano é que esse tipo de oportunidade de fato aparece mas só pode aparecer muito de vez em quando. “Você estuda as

postas: jogando com ele qualquer coisa, menos xadrez”. Munger resume o ponto: “Nós nunca compramos nada que não entendemos. E nossa definição de entendimento é podermos atribuir uma razoável probabilidade de saber como o negócio estará em dez anos”.⁸

Na Contabilidade aprende-se a linguagem básica do mundo das empresas. Sua simplicidade, quase monotonia, não faz desta matéria um *thriller* para os analistas. Mas aqui mora o perigo, pois registros contábeis são as anotações básicas do que se passa em uma firma e quase sempre a maneira de conhecê-la e acompanhá-la consistentemente. A leitura atenta e contínua, se possível obsessiva, dos relatórios anuais de uma companhia é que cria a intimidade necessária para se perceber rapidamente que alguma coisa em algum momento pode ter saído do lugar, para melhor ou para pior. Tanto Buffett como Munger dominam vastamente a coleção dos movimentos contábeis possíveis. Através deles, ambos conseguem enxergar – em geral com facilidade – as implicações econômicas, fiscais e financeiras dos fatos subjacentes aos registros contábeis no valor da empresa e, por conseguinte, no valor da sua ação.

Da Biologia vem a contribuição incalculável dos processos de seleção natural na evolução das espécies (vide nossa Carta “Se Darwin Fosse Um Analista”). A Física foi o caminho pelo qual ele entrou em contato com as maravilhas da ciência. A partir daí cataloga a mecânica newtoniana, a teoria da relatividade e a mecânica quântica como paradigmas de explicação

para compostos de grande complexidade.⁹ E no centro deste tipo de explicação há sempre a procura pela maneira mais simples, o caminho mais direto. Para os físicos, o caminho mais fácil é, invariavelmente, o melhor caminho.

Há ainda uma série de outros modelos que são mencionados com menos frequência por Munger e que compõem seu arsenal de ferramentas mentais para lidar com as variáveis que precisa investigar. Deixamos de fora, propositalmente, a disciplina que mais parece influenciá-lo, onde parece buscar o maior número de arquiteturas para acomodar suas análises. É a Psicologia, que tem tanta importância na abordagem mungueriana que, sozinha, inspira o segundo bloco a que nos referimos mais acima.

Este segundo bloco diz menos respeito a como entender uma coleção de dados e informações do que, ao contrário, a como resistir à tentação dos desvios de julgamento, tão frequentes e comuns em decisões de investimento. É da Psicologia que tiramos os modelos que nos permitem entender a ação humana individual. Basta se ver um show de mágica para observar que muitos são capazes de enxergar coisas que

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 Desempenho em R\$ até junho de 2003

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	356,23%	276,35%	33,33%
36 meses	82,10%	48,51%	-22,04%
12 meses	35,36%	37,41%	16,07%
6 meses	8,09%	17,50%	15,08%
3 meses	9,03%	18,34%	15,06%

Valordacotaem30/06/2003 = 38,951678595

empresas o tempo todo para poder enxergar a oportunidade quando ela acontecer. Aí, é preciso investir pesado. O jeito para ganhar é trabalhar, trabalhar, e trabalhar. Depois, trabalhar ainda mais e torcer para conseguir ter alguns poucos *insights* importantes na vida e saber aproveitá-los.⁷

A Microeconomia contribui com um dos engenhos favoritos de Munger: as velhas economias de escala (grande demais para perder) e “deseconomias” de escala (grande demais para ganhar). Contribui também com os cenários de impactos tecnológicos. Novas tecnologias podem ser muito boas se o negócio tem algum grau de monopólio, de tal maneira que a redução de custos não é repassada para o consumidor. Neste caso o investimento inicial é, corretamente, ressarcido pelos lucros. Para saber o que vai acontecer é preciso ter um certo domínio técnico sobre a novidade tecnológica. Tanto Munger quanto Buffett, por isso mesmo, sempre enfatizam sua desconfiança com relação a negócios que não consigam entender, onde só terão desvantagens competitivas. Buffett costuma perguntar: “Como se ganha do Bobby Fisher? Res-

(5) *Outstanding Investor Digest*, December 31, 2002, pg. 35. Munger costuma dizer que a fluência com números, investidores ficam como “one-legged man in an ass-kicking contest”, uma de suas expressões preferidas. Ver “*Informal Talk by Charles T. Munger, in Damm Right*, op. cit. pg. 266.

(6) *Outstanding Investor Digest*, December 31, 2002, pg. 38

(7) *Outstanding Investor Digest*, December, 2000, pg. 31.

(8) *Outstanding Investor Digest*, December 31, 2002, pg. 39.

(9) “*What really opened science up to me is when I took freshman physics. Just as Einstein was charmed when he found Euclid’s geometry, when I saw Newtonian mechanics, how perfectly it predicted and how wonderfully accurate it was, it just charmed me. So the drift of my mind was heavily influenced by that experience.*”, *Outstanding Investor Digest*, December 31, 2002, pg. 35

não acontecem e, ao mesmo tempo, de não ver coisas que, de fato, estão acontecendo. A percepção está sujeita aos mecanismos internos da mente e é ela que comanda as reações de cada um, ainda que o impulso inicial venha da ilusão e não da realidade. Munger não cansa de sublinhar em seus pronunciamentos mais didáticos a importância fundamental da psicologia dos maus julgamentos (*misjudgments*) porque é a partir dela que se pode chegar na excepcional situação, para um investidor, onde todos estão errados e ele está certo.¹⁰ Também é um ramo particular da Psicologia que toma contato com o problema terrível da associação pavloviana que faz com que se tome antipatia por quem nos comunica algo que não gostaríamos de ouvir. Segue-se uma extensa lista de distorções: a negação psicológica do óbvio, a vontade de estar certo que de tão extremada viola as evidências em contrário, a obrigação de corresponder às expectativas de terceiros, o atribuir valor à uma coisa por compará-la com outra muito pior, a ideologia que cria o entendimento antes do fato, o viés causado por incentivos mau desenhados, o *wishful thinking*, e por aí vai. Em junho de 1995, Charlie Munger realizou uma conferência na Universidade de Harvard, exclusivamente sobre o assunto. Nela, listou 24 ca-

sos padrões de mal julgamento humano (24 Standard Causes of Human Misjudgment). A transcrição desses ensinamentos de Munger é uma das leituras obrigatórias para a formação dos analistas da Dynamo.¹¹

É curioso que Munger possa ser ao mesmo tempo um defensor da erudição e do vasto conhecimento e ao mesmo tempo da especialização. Ele costuma dizer que o jogo do investimento é o de fazer, melhor do que os outros, predições sobre o futuro. E como fazer isso? Uma das maneiras é limitando sua área de competência. Se você quiser prever coisas demais vai acabar errando muito. Você irá falhar por falta de especialização. Este aparente paradoxo tem uma explicação que resume bem os aforismos mungarianos: para ele é fundamental saber muito (daí o conhecimento geral) para poder fazer muito bem, poucas coisas muitas vezes (daí a especialização). Nós, na Dynamo, nos identificamos profundamente com essa matriz cultural na condução de nossos investimentos.

Experiência e sabedoria não são, porém, capazes de circunscrever com precisão os mistérios do que, de fato, faz o sucesso das companhias. Há ainda uma larga margem para o imponderável. Como explicar que um setor dominado por poucas empresas como o transpor-

te aéreo nos Estados Unidos seja tão deficitário enquanto que o segmento de produção de cereais de mesa, tão competitivo, seja tão rentável? Ou que as empresas de seguro japonesas ao venderem anuidades perpétuas de 3% iriam quebrar pois as taxas de juros no Japão cairiam abaixo de 1% ao ano? Por que em determinados lugares engarrafadores de Coca e Pepsi ganham tanto dinheiro e em outros são perdedores? São perguntas frequentemente dirigidas à Charlie Munger mas que mesmo ele tem dificuldades para responder. O que interessa é que procurar fundamentos parece ser ainda a maneira mais segura e a melhor aproximação para se garantir boas escolhas no investimento em ações, particularmente quando se pensa em prazos mais longos. Munger é radical: "*all intelligent investing is value investing*".¹² Mesmo sabendo que o método não é perfeito, ele o defende com convicção: "Se você quer ser bem sucedido, a questão que você tem que se colocar o tempo todo é por quê?, por quê?, por quê?. E você precisa relacionar as respostas às estruturas de teorias profundas. Você tem que conhecer as teorias principais. Isto é muito mais trabalhoso mas também muito mais divertido." Não podíamos estar mais de acordo.

Rio de Janeiro, 18 de julho de 2003.

(10) Para os interessados em consultar uma das fontes originais de Munger neste assunto, o livro é o "Influence" de Robert B. Cialdini, Harper Collins College Publishers, 1993. (8) Por exemplo, Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer A., 2003. *Following the Money: The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure*, R. R. Donnelly, Virginia e Steil, B. 2002 *Building Transatlantic Securities Market*. Council of Foreign Relations, New York.

(11) Para os eventuais interessados, recomendamos uma visita a um dos vários sites que reproduzem a referida Conferência. Por exemplo, www.tilsonfunds.com/mungerpsych.html

(12) *Outstanding Investor Digest*, December, 2000, pg. 35.

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

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

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

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

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

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

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