

Halo

Investir com sucesso consiste numa das aspirações mais pragmáticas e pretensivas do espírito humano. Os obstáculos são consideráveis e o simples enunciado da natureza das dificuldades mostra a magnitude do desafio. O ato de investir: i) envolve essencialmente eventos futuros. Convive, por definição, com o acaso, o incerto e o indeterminado; ii) supõe a participação e a interação de inúmeros sujeitos, com a enorme complexidade daí decorrente; iii) exige disciplina da vontade e um grande esforço cognitivo individual.

O impacto de mudanças climáticas, o início de uma guerra, o incêndio numa planta industrial, o afastamento prematuro de um executivo importante, o surgimento de uma nova tecnologia são eventos incertos que rondam o quotidiano dos investidores e costumam trazer impactos importantes nos resultados de suas decisões. Adicionalmente, toda compra e venda supõe uma contraparte. A presença do "outro" exige *insights* sobre a subjetividade e o comportamento das pessoas. Quando a troca é aberta – valores mobiliários negociados em mercados organizados - necessitamos de inputs sobre a sociologia dos mercados, sobre a psicologia social dos participantes, assim como são bem-vindas contribuições de modelos mentais que capturam a complexidade típica dos processos interativos. E assim, à incerteza dos eventos naturais somam-se o imponderável das decisões individuais e a resultante indeterminada das ações coletivas. Por fim, do ponto-de-vista individual, a decisão de investir lida com sentimentos arraigados como medo e ambição, exigindo permanente disciplina da vontade. Caracteriza-se também como um processo introspectivo, uma reflexão que envolve múltiplas faculdades do pensamento, reunindo esforços dos diversos compartimentos do aparelho cognitivo. É neste labirinto interior, neste trânsito intenso de sinapses, escondem-se armadilhas velhas.

Então vejamos. Partindo de dados estatísticos fragmentados, de informações dispersas, buscamos reconhecer padrões de comportamento dos mercados e construir tendências gerais nos preços dos ativos. Neste caso, usamos a ferramenta indutiva. Ao mesmo tempo, os indicadores agregados macro-econômicos, a dinâmica das indústrias e dos setores, o ambiente institucional subjacente são matéria-prima para o filtro seletivo de companhias e de modelos de negócios específicos. Aqui, empregamos o raciocínio dedutivo. O trabalho de investir é analítico porque os elementos são compostos, constituídos de partes diversas (companhias, negócios, mercados) que precisam ser decompostas e ordenadas. É sintético porque busca encontrar conexões e inter-relações que agreguem os elementos dispersos. É técnica porque se apóia numa base organizada de conhecimento objetivo. É arte porque envolve habilidades individuais, experiências pessoais e talentos idiossincráticos.

Tamanho volume de tarefas simultâneas e nada simples oferece margens para equívocos processuais. Um dos erros comuns ao nosso processo de julgamento foi detectado no início do século passado pelo psicólogo americano Edward Thorndike. Durante a Primeira Grande Guerra, Thorndike interessava-se por estudar como superiores avaliavam seus subordinados. Numa das pesquisas, o psicólogo pediu aos comandantes que ranqueassem seus soldados segundo diversos critérios: inteligência, caráter, liderança, etc. Os resultados deixaram o pesquisador surpreso: uma alta correlação-cruzada entre os atributos positivos e negativos. Ou seja, os "melhores" soldados foram classificados como superiores em todos os aspectos. E os piores, da mesma forma, recebiam notas baixas em todas as categorias. É como se os soldados mais bem apessoados, de melhor comportamento, fossem também aqueles que atirassem melhor, polissem melhor suas botas, etc. Thorndike chamou esta evidência de efeito-halo (*halo effect*)¹.

O efeito-halo se expressa e se explica de formas diversas. Algumas vezes, ocorre como um desdobramento característico de nossa forma de pensar. Na base da mecânica do nosso raciocínio reside um processo de associação. A produção de similaridades aparece logo cedo em nosso julgamento, dominando-o, e nem

¹ Este episódio é narrado no excelente livro de Phill Rosenzweig (2007): *The Halo Effect... and the Eight Other Business Delusions That Deceive Managers*, New York, Free Press, que serviu-nos de inspiração para a escolha do tema desta Carta.

Nosso Desempenho

Neste segundo trimestre, as cotas do Dynamo Cougar se valorizaram 5,9%. O Ibovespa subiu 7,3% no período e o IBX 8,8%. O Fundo reverteu a perda do primeiro trimestre, fechando o semestre com uma rentabilidade acumulada de 2,8%. Nestes seis primeiros meses do ano, o Ibovespa rendeu 0,5% e o IBX 1,7%. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar apresenta um retorno de 24,1^o em IGP-M e de 32,7%^o em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 9,5%^o sobre o IGP-M e 17,1%^o sobre a moeda americana, e o IBX 15,8%^o e 23,8%^o, respectivamente.

Os mercados de ações esboçaram otimismo nos dois primeiros meses do trimestre. Por aqui, os indicadores da economia real sustentavam espaço para apreciação nos preços dos ativos. Neste segundo trimestre, o PIB cresceu 6,1%, em comparação a igual período do ano anterior, o consumo das famílias 6,7%, o investimento, expresso pela formação bruta de capital fixo, 16,2% e o lucro operacional das empresas que compõem o Ibovespa

sempre refletindo com exatidão as contingências das situações em questão. No caso acima, o esquema associativo surge como uma manifestação típica da tendência dos indivíduos de fazer inferências sobre traços específicos a partir de impressões gerais. E assim, a impressão mais evidente (boa aparência) ocupou o primeiro registro de armazenamento na memória de curto prazo influenciando o processamento posterior das informações e o julgamento sobre os atributos específicos (precisão, asseio).

Adicionalmente, o efeito-halo já foi detectado como uma disposição assídua da psicologia humana. Costumamos buscar atalhos heurísticos para a compreensão de eventos de difícil interpretação. Nossa mente trabalha intensamente para reduzir dissonâncias cognitivas, procurando dar sentido e coesão a fenômenos dispersos e menos óbvios. Procuramos informações acessíveis, que nos pareçam relevantes e objetivas (boa aparência), e a partir delas fazemos atribuições sobre outros aspectos que são mais complexos, vagos ou ambíguos (temperamento, caráter, habilidades específicas).

Na psicologia social, o efeito-halo tornou-se conhecido como uma manifestação da chamada heurística de afeto (*affect heuristic*): essa tendência de julgarmos o caráter dos indivíduos pelos seus atributos físicos. Já nos estudos sobre decisões sob incerteza, o efeito-halo aparece como uma variante do viés heurístico conhecido

por representatividade. O viés de representatividade ocorre quando tentamos avaliar um evento desconhecido, uma amostra por exemplo, pelo grau no qual ele seria similar em suas propriedades essenciais à população ou quando esta amostra reflete aspectos salientes do processo pelo qual ela é gerada.

Os enunciados do efeito-halo, portanto, são múltiplos, assim como suas manifestações. Basta que a informação mais disponível sobre uma única dimensão cognitiva ou perceptiva atravesse e contamine todos os outros aspectos que deveriam integrar um julgamento criterioso. Em nosso dia a dia de análise, o efeito-halo aparece em seus diversos trajes. A idéia desta Carta é a de simplesmente ilustrar alguns destes casos.

Armadilha Setorial

Um dos principais equívocos que se comete no processo de análise é o de confundir atributos setoriais com oportunidades de investimento. Quando determinado setor reúne condições favoráveis, a tentação de querer participar destas perspectivas promissoras é grande. A experiência prática mostra, no entanto, que uma boa proposição de investimento vai muito além de um enunciado setorial interessante.

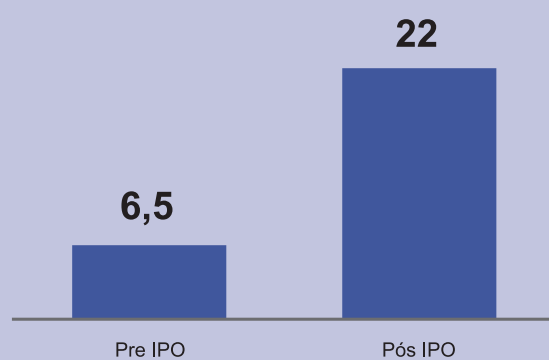
O perigo desta disposição é que geralmente ela vem associada a uma tendência de desprezar a análise específica das companhias, bem como a interação destas no ambiente competitivo. O quadro geral (setorial) mais evidente logo sobressai, domina as instâncias do julgamento, influenciando a decisão de investimento. Detalhes menos óbvios – como a capacidade de execução da administração, a estratégia de diferenciação competitiva da companhia, o modelo de incentivos de cada empresa, as ferramentas de controles internos, as culturas corporativas, etc. - que exigem mais tempo de acompanhamento e mais esforço de interpretação acabam sendo deslocadas para segundo plano. E assim surge um efeito-halo clássico: escolhas específicas sendo definidas por impressões genéricas. Vejamos então alguns exemplos.

Setor Imobiliário

O segmento de incorporação e construção imobiliária talvez seja o melhor exemplo da dicotomia entre perspectivas setoriais promissoras e teses de investimento vencedoras. O entusiasmo recente com o setor repousa na reunião inédita de alguns ingredientes fundamentais: estabilidade econômica, queda das taxas de juros, aumento do crédito e melhoria nas condições de financiamento de longo prazo, além do aprimoramento do arcabouço jurídico-institucional (como exemplos, as figuras de alienação fiduciária e patrimônio de afetação). Junte-se a tanto a enorme demanda reprimida por novas residências (calcula-se um déficit habitacional no país em torno de sete milhões). E, assim, a construção de novas unidades residenciais experimentou uma atividade que não se via no país desde os anos setenta.

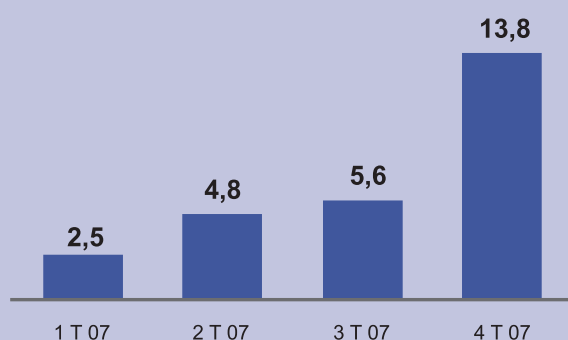
A comunidade de investidores não tardou em perceber estas mudanças e passou a procurar ativamente meios de participar nesta nova onda de crescimento. Aproveitando a oportunidade de liquidez do mercado de capitais, as companhias vieram a público a fim de

Tabela I
Lançamentos Anuais - Incorporadoras com
Capital Aberto (R\$ Bilhões)



Fonte: Cias

Tabela II
Lançamentos por Trimestre (R\$ Bilhões)



Fonte: Cias

captar recursos para seus promissores projetos de incorporação. E assim, vinte e uma incorporadoras imobiliárias abriram capital desde 2005 em operações que envolveram um montante da ordem de R\$ 14 bilhões. E como o tema da vez era crescimento, quase todas as debutantes trouxeram planos de negócios extremamente agressivos, sem guardar qualquer relação com o histórico de entregas recentes.

Sabemos que o IPO costuma marcar um momento de inflexão no projeto empresarial, mas, neste caso, passado e futuro jamais estiveram tão desconectados. O volume total de lançamentos nos doze meses após a realização das ofertas públicas iniciais somou R\$ 22 bilhões, enquanto no ano anterior às respectivas ofertas este valor foi de R\$ 6,5 bilhões (tabela I). Ou seja, na média, cada companhia multiplicou suas operações em 3,5 vezes, em apenas um ano. Uma verdadeira farra de VGVs!²

Na nossa visão, o negócio de incorporação imobiliária pode ser visto como uma decisão de alocação de recursos entre diversos projetos alternativos, a partir de um pool de capitais. Uma tarefa análoga à gestão de um fundo de investimentos. Apesar de o conceito geral ser idêntico (residências), os produtos finais variam conforme sutilezas de localizações geográficas, ambientes sócio-econômicos e peculiaridades culturais. E assim, cada projeto deveria ser analisado como uma oportunidade de investimento única, com estrutura de risco-retorno distinta. Tratar os empreendimentos como meras clonagens de uma atividade industrial modular seria uma simplificação perigosa.

Desta forma, a proposição embutida nos prospectos das companhias de mudança vertiginosa de escala num período de tempo tão curto, mereceria maior juízo crítico. Ao contrário, o assunto passou despercebido pelos investidores que aceitaram as projeções de lançamentos das companhias, pois a tese de virtude setorial apoiava-se na bandeira do crescimento. Esse clima de euforia conjugado à “necessidade” de atingir os *guidances* acabou por gerar situações insólitas como a excessiva concentração de lançamentos nas duas últimas semanas de 2007.

Acontece que os recursos levantados nos IPOs não eram suficientes para acomodar o volume de vendas projetado. Assim, ou os investidores desprezaram a aritmética básica ou assumiram implicitamente que o mercado de capitais estaria permanentemente aberto para futuras captações. Além disso, as projeções também supunham margens operacionais idênticas às praticadas no passado.

Os eventos recentes de ciclotimia mostram a temeridade em supor que o mercado de capitais estará disponível o tempo todo. E assim já se sente os efeitos desta ausência: algumas companhias mostrando sintomas de falta de caixa e outras em franco processo de revisão de projeções. Além disso, toma corpo um movimento de M&As, no qual as empresas com menores disponibilidades de recursos buscam abrigo em companhias maiores e mais capitalizadas.

Em relação às margens, nossa leitura é que no passado estas refletiam tanto o maior custo de oportunidade do capital quanto o maior risco inerente à atividade de incorporação. Com

as melhorias destas duas condições não víamos razão para que um ambiente de maior competição não arbitrasse estes retornos. Na realidade, o próprio processo de IPOs contribuiu nesta direção uma vez que o maior número de *players* capitalizados acabou por elevar a concorrência pelos os principais insumos desta indústria. Não por acaso, notícias sobre a elevação dos preços de mão-de-obra, material de construção e negociação de terrenos a preços recordes passaram a fazer parte do noticiário econômico ao longo do último ano.

O reconhecimento, ainda que tardio, por parte dos investidores das dificuldades das companhias em adaptar os seus modelos de negócios para operar em níveis de escala maior acabou por levar a uma re-precificação destes ativos na Bolsa, que na média já caíram cerca de 60% desde o pico em novembro de 2007.

O curioso, neste caso, é a composição do efeito-halo com a reversão de expectativas dos investidores. No início, o fenômeno envolvia confundir otimismo com as condições de contorno macro-setoriais como determinantes do sucesso corporativo, ou seja, um problema de viés dedutivo, onde uma percepção de caráter geral era atribuída a uma dimensão específica distinta. Agora, temos a impressão que o oposto está ocorrendo, com os investidores extrapolando para o cenário setorial as dificuldades específicas por que passam algumas empresas, num erro típico de indução.

O que pode acontecer é que, num grupo menor de companhias, comece a despontar os atributos necessários de gestão – controles internos, executivos qualificados e experientes, disciplina de capital - para fazer frente ao novo cenário setorial. E assim, estas empresas estariam sendo negociadas com descontos significativos para seus valores de liquidação, oferecendo uma oportunidade interessante para o investidor diligente que conseguir identificar estes ativos.

Eletro-eletrônicos

Outro exemplo típico onde atributos setoriais podem se confundir com oportunidades de investimento ocorre no setor de

Gráfico I – Incorporadoras x ibx



Fonte: Economática, Cias.

2 VG, abreviatura para volume geral de venda, ou o valor de venda da totalidade das unidades de um determinado empreendimento imobiliário.

eletro-eletrônicos, mais especificamente no segmento de computadores pessoais.

A atratividade deste segmento tem sido exaltada pela convergência de diversos fatores: aumento na disponibilidade de crédito ampliando o mercado consumidor, apreciação do câmbio permitindo a importação de componentes chineses, queda global nos preços dos produtos, maior fiscalização sobre produtos piratas e falsificadores, fatores demográficos conjugados a um aumento no nível de escolaridade da população e maior utilização da internet, barreiras à importação, além de incentivos fiscais aos montadores locais e redução de carga tributária.

Na esteira de tantos predicados, a principal empresa do setor, a Positivo Informática, promoveu sua abertura de capital em dezembro de 2006. A conjugação destes elementos autorizou projeções de crescimento de dois dígitos para receitas e resultados operacionais no momento da oferta inicial.

Naturalmente, as qualidades da empresa também foram ressaltadas na época: sua liderança no mercado de PCs, o recall da marca, a qualificação de sua força de vendas, seu conhecimento do varejo brasileiro e a extensão de sua rede de serviços de suporte. De lá para cá, a companhia segue aproveitando-se de sua posição de mercado favorável, entregando um crescimento consistente. Acontece que a empresa começa a sentir uma maior pressão competitiva traduzida em queda nas margens operacionais e no retorno sobre o capital investido, embora ainda mantenha o seu *market share*.

O ponto aqui é que os bons ventos setoriais sopraram para todos na indústria. O mercado cinza, à margem do crédito, perdeu espaço para as demais empresas estabelecidas que, na esteira da Positivo, também aprenderam a aproveitar os benefícios fiscais e proteções oferecidas ao setor. A empresa surfou praticamente sozinha a boa onda da indústria e agora tem companhia ao redor. O enunciado de predicados setoriais não garante por si só vantagens competitivas sustentáveis. O mercado não está seguro que o tamanho e a boa gestão da Positivo sejam fatores suficientes para assegurar proteção e resiliência ao seu modelo de negócios.

Nos últimos trimestres, mesmo com o aumento da escala da produção e com a apreciação do real que levou a uma redução do custo dos insumos (componentes importados), a margem bruta da Positivo praticamente não cresceu. A companhia não se apropriou destes benefícios, que foram repassados para os consumidores, o que demonstra que a franquia da empresa não apresentou o poder de preço (*pricing power*) esperado. Adicionalmente, a maior concorrência levou também a um aumento nas despesas com vendas e nas necessidades de capital de giro, gerando impacto negativo na margem EBITDA e no retorno sobre o capital investido.

As ações da Positivo negociam com queda de cerca de 70% do nível do IPO, depois de já terem experimentado uma valorização de 100%, quando atingiram a máxima histórica. Nesse ponto, ficou claro que os investidores extrapolaram retornos do passado para avaliar a empresa, sem levar em conta o ambiente competitivo e o efeito que isso teria nas margens e retornos subsequentes. Acontece que a companhia já mostrou visão empresarial, boa capacidade de gestão, além de habilidade para aproveitar o momento do

mercado, estando à frente dos concorrentes quando o negócio começou a apresentar forte expansão. Resta saber se a administração conseguirá entregar o crescimento esperado, sustentando margens e retornos num ambiente mais adverso. Se isto ocorrer, o mercado terá novamente caído na armadilha de julgar a qualidade de uma companhia pelos sinais externos dos relatórios financeiros penalizando em excesso o preço da ação. Se não, a euforia pós-IPO terá sido mais um caso de viés dedutivo, tipo efeito-halo: quando impressões gerais (premissas setoriais) comandam escolhas específicas (teses de investimento).

Telecom

Outro exemplo típico de confusão entre enunciados setoriais e oportunidades de investimento ocorre no setor de Telecom. Só que aqui, o efeito é inverso. O setor vem passando à margem das principais recomendações de compra dos analistas. As razões são conhecidas: i) tendência global de desregulamentação, promovendo o aumento da competição e privilegiando os novos entrantes em detrimento dos incumbentes; ii) percepção de que as companhias têm baixo poder de precificação e de diferenciação; iii) exposição a inovações tecnológicas disruptivas, que representam ameaças constantes aos altos investimentos em P&D e em infra-estrutura típicos deste negócio; iv) efeitos psicológicos negativos sobre os investidores machucados pelas bolhas especulativas da internet e de telecom no início da década.

No Brasil, soma-se aos múltiplos setoriais baixos, herdados pela visão global negativa, a percepção de risco societário embutido nos processos de reestruturação de algumas companhias locais. Adicionalmente, a telefonia fixa incumbente vem assistindo à migração de assinantes para a telefonia móvel. Esta, por sua vez, enfrenta uma acirrada competição com o aumento do número de *players* disputando clientes que oferecem retornos marginais não tão promissores. Ou seja, o negócio que é rentável encolhe e o segmento que cresce não é rentável. Neste ambiente, o setor oferece pouca atratividade para os investidores e o humor geral é bastante negativo.

Aqui, novamente, é preciso descer aos detalhes para se enxergar as diferenças substanciais. A GVT é um novo entrante que oferece serviços de telefonia, comunicação e multimídia em suas áreas de concessão. Navega, portanto, a favor do pêndulo da legislação local que tende a promover um ambiente mais competitivo para o 'monopólio' dos incumbentes. Ao contrário dos Estados Unidos onde cada *round* de inovação tecnológica exigiu atualizações predatórias nos investimentos em infra-estrutura, gerando grande competição na oferta de serviços, por aqui, os entrantes oferecem uma arquitetura de rede e de acesso no estado da arte, praticamente sem competição alguma, já que a qualidade das redes de telefonia fixa é bastante inferior. Na prática, apenas a GVT e a Net se posicionaram como alternativas às incumbentes e, mesmo assim, suas áreas de atuação apresentam pouco *overlap*. Além disso, ainda parece predominar entre as incumbentes locais certa cultura de monopólio onde a opção de investir no negócio encontra resistência, as táticas comerciais são anacrônicas e a mentalidade de cultivar serviços aos consumidores é pouco difundida.

Desta forma, a GVT vem conseguindo capturar mercado onde quer que se instale. A medida em que sua rede de última geração se expande e se consolida, a companhia naturalmente constrói barreiras substanciais à entrada de outros competidores, ao mesmo tempo em que potencializa a exploração de novos mercados, com retornos marginais tipicamente crescentes, dada a diluição dos custos fixos próprios deste tipo de negócio. Os números falam por si só: neste segundo trimestre, a receita líquida da GVT cresceu 36% sobre o mesmo trimestre do ano anterior, o EBITDA subiu 44% e a margem EBITDA atingiu 37,5%, 2,2 pontos percentuais acima do 2T07. Num exercício simples, a companhia tem dito que desembolsa R\$ 1,2 mil por cada assinante, que retorna R\$ 135 por mês com uma margem de contribuição de 60%. Assumindo 12% de taxa de desligamento, vendas de 50% no primeiro ano e nenhum valor terminal para o equipamento, a TIR por assinante seria algo em torno de 64%. Conhecemos poucos investimentos que rivalizam com um retorno desta magnitude. No caso da GVT, na neblina de um enunciado setorial adverso esconde-se uma ótima proposição de investimento. Quem se detiver no global (G) e não descer à aldeia (V) periga não perceber a oportunidade nesta empresa de telecom (T)³.

Em tempo: Em meados de setembro, o principal acionista da GVT anunciou um acordo que lhe permite aumentar de forma substancial seu interesse econômico no bloco de controle da companhia.

Aços: Planos x Longos

Os analistas tratam o produto siderúrgico tipicamente como uma commodity. Como tal, a dinâmica deste setor deveria ser regida pelo balanço relativo entre oferta e demanda, pelo nível de utilização de capacidade na indústria, pelos níveis de estoques e pelos custos de produção. Os produtos são *tradables* e os mercados locais arbitrados em função do diferencial entre custos de produção somados aos custos de internação (transporte, barreiras tarifárias, não tarifárias e taxas de câmbio). A produção se dá primordialmente em alto-fornos e os custos de produção dependem do acesso a insumos básicos - commodities metálicas, como minério de ferro e carvão mineral.

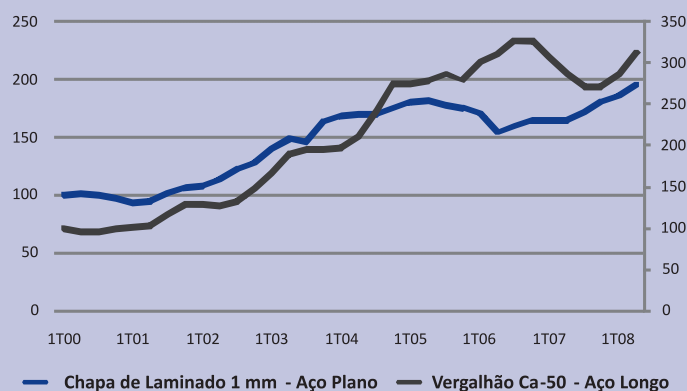
Sabemos que a descrição acima se ajusta perfeitamente ao mercado de aços planos, mas que a dinâmica do mercado de produtos longos no Brasil é bastante diferente. Tivemos oportunidade de descrever as peculiaridades locais deste segmento em nossa Carta n. 48: um mercado bastante protegido, dominado por dois produtores, praticamente sem ameaça externa. As cadeias de fornecimento e de suprimento pulverizadas conferem alto poder de preço aos produtores. A produção em mini-mills emprega como matéria-prima principal a sucata, oferecida localmente por uma vastidão de pequenos fornecedores. Os investimentos em expansão de capacidade podem ser modulares, empregando volumes de capital bem mais modestos e gerando *pay-backs* mais rápidos do que os altos-fornos. Já os produtos finais apresentam inúmeras

especificações, sendo distribuídos em centenas de pontos de vendas espalhados por todo o país. Os mercados-alvo dos dois segmentos também são distintos, sendo os produtos longos destinados basicamente à construção civil, infra-estrutura e agricultura. Assim, os dois segmentos apresentam dinâmicas e características bastante diferentes. Acontece que análises tratam-nos de forma semelhante. Por quê? Uma explicação possível é que na análise de commodities a variável preço é a mais importante. E de fato historicamente os preços de aços planos e longos apresentam comportamentos parecidos (Gráficos II e III)⁴. E assim, os dois segmentos “passam” a ser vistos como tendo a mesma dinâmica.

Os gráficos sugerem uma alta correlação entre preços de produtos planos e longos no mercado interno ($R^2 = 0,82$). Padrão

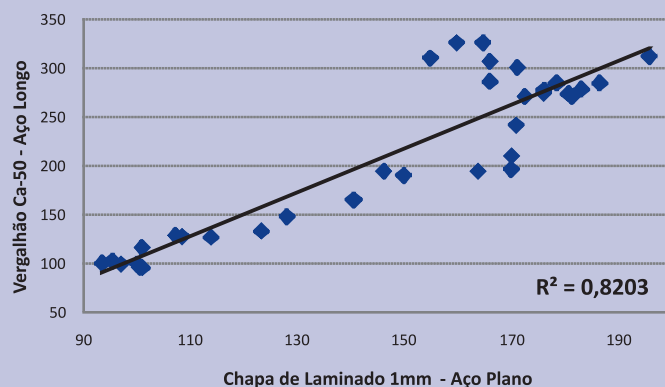
4 Utilizamos aqui a chapa de laminado, acabamento liso, com 1 mm de 1,25 x 3,08 m, como proxy para preço de aço plano e a barra de aço (vergalhão) c.a. 50 de 5/8 kg, como proxy para preço de aço longo, ambos colhidos pelo Sistema Nacional de Pesquisa de Custos e Índices da Construção Civil, do IBGE. De fato, o vergalhão é um dos principais produtos siderúrgicos empregados na construção civil que, por sua vez, consumiu 52,1% dos aços longos no Brasil em 2006, segundo o IBS.

Gráfico II – Preços no Mercado Interno - Aços Planos e Longos (base 100)



Fonte: IBGE (Sidra), elaboração Dynamo

Gráfico III – Dispersão de Preços no Mercado Interno - Aços Planos e Longos (base 100)



Fonte: IBGE (Sidra), elaboração Dynamo

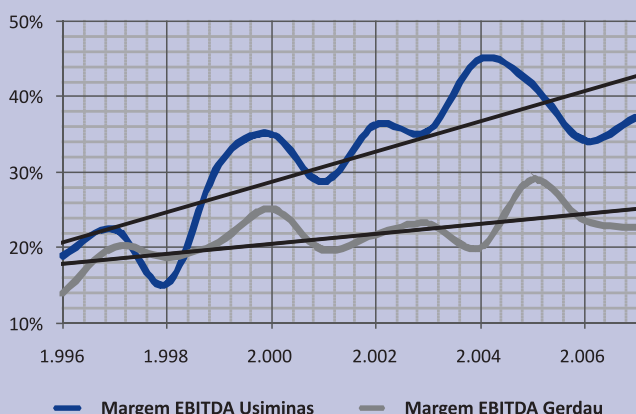
3 GVT são as iniciais de Global Village Telecom.

análogo se verifica nos mercados americano ($R^2 = 0,87$) e europeu ($R^2 = 0,83$). Contudo, se formos além e olharmos para as margens das companhias, podemos enxergar diferenças (Gráficos IV e V).

Nestes gráficos, tomando a Gerdau como proxy para aços longos e a Usiminas para aços planos, vemos que a correlação entre margens operacionais já seria bem mais fraca ($R^2 = 0,45$) e, de forma análoga, a dispersão entre elas bem maior⁵. Como

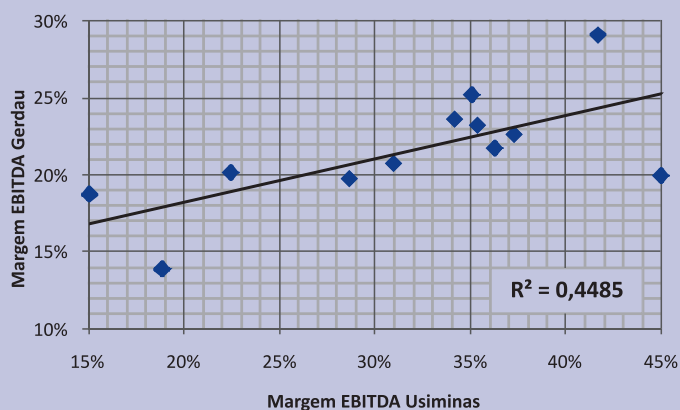
5 Duas observações sobre a construção dos gráficos: i) não temos disponíveis as séries históricas de preços de todos os produtos que compõem o mix de vendas destas companhias. Assim, as séries dos gráficos anteriores são apenas ilustrações amostrais de preços de aços planos e longos praticados no mercado interno; ii) A margem consolidada da Gerdau agrega as atividades do Brasil e do exterior. O que não invalida o argumento, pois sabemos do empenho da administração da companhia para buscar uma maior verticalização da cadeia em outros mercados, a exemplo do que ocorre aqui. Com isso, a volatilidade dos resultados no exterior também tenderá cair. Como exemplo, hoje, cerca de 40% das necessidades de sucata da operação norte americana já são atendidas por fornecimento próprio.

Gráfico IV
Margem EBITDA anual - Gerdau e Usiminas



Fonte: Gerdau, Usiminas, elaboração Dynamo

Gráfico V – Dispersão de Margem EBITDA anual - Gerdau e Usiminas



Fonte: Gerdau, Usiminas, elaboração Dynamo

seria de se esperar, com o forte aquecimento da demanda chinesa e o movimento de consolidação mundial da oferta, o segmento de planos experimentou maior expansão de margens nos últimos anos. Mas o que chama a atenção aqui é a baixa volatilidade histórica do segmento de longos. Como vimos, no Brasil, este mercado é mais protegido e resiliente, apresentando uma dinâmica de margens bem mais estável, que pouco se assemelha à de uma commodity típica. Ou seja, o caso serve como ilustração de uma de confusão muito freqüente entre os analistas, resultado de um engano do efeito que vimos falando: um conceito geral (aços são commodities) aplicado de forma ampla, sem diferenciação de especificidades (aços planos e longos também o são).

Petrobras

O efeito-halo pode dar-se às avessas também, é o chamado efeito-halo reverso. Neste caso, a percepção de um único atributo visto como indesejável prevalece, contaminando todo o julgamento. Um exemplo clássico no mundo corporativo é o das empresas estatais. Aqui, o problema reside no fato de a companhia ser controlada pelo Governo. Objetivos estratégicos que não estritamente da natureza dos negócios combinados a uma certa especificidade na gestão das coisas públicas surgem como argumentos suficientes para desaconselhar esta classe de empresas de qualquer processo minimamente criterioso de seleção de investimentos.

Ao longo dos anos na Dynamo, também nós tangenciamos este tipo de argumento. Nossa regra de ouro nos investimentos é a de encontrar distorções entre preço e valor. Basicamente, procuramos bons negócios, de preferência protegidos, com crescimento e bem geridos. Adicionalmente, buscamos a presença de condições de contorno importantes, que costumam trazer substância à tese de investimento. Entre elas, destacam-se: i) compreender a estratégia da companhia ao longo do tempo; ii) identificar se os interesses entre acionistas e executivos estão devidamente alinhados; iii) encontrar uma interlocução responsável pelas metas comprometidas pela administração. Nas empresas estatais, geralmente tais atributos não se apresentam. O controle é definido e estável, mas o exercício do poder flutua a cada mandato eleitoral. As companhias costumam servir como instrumentos de Governo e as atividades operacionais passam a se submeter a uma agenda de interesses não necessariamente conectados aos dos acionistas minoritários. Os executivos hoje estão, amanhã não mais. Neste enunciado, seria difícil preencher os requisitos básicos de um investimento com condições mínimas de segurança.

Bem sabemos, pode haver exceções. Recentemente, temos procurado compreender a dimensão das oportunidades da exploração de petróleo no Brasil. A atividade no chamado *cluster* do pré-sal da bacia de Santos, principalmente, sugere um potencial de recursos prospectivos que, se confirmados, colocaria o país entre os maiores produtores mundiais de hidrocarbonetos. O potencial de investimentos é enorme, com repercussões extremamente importantes na atividade econômica do setor e, eventualmente, até no desenvolvimento do país.

Partindo de premissas usualmente empregadas pela indústria para avaliação do potencial de recursos exploratórios, nosso modelo de Petrobras indica que apenas uma pequena parte deste

potencial estaria sendo precificada pelo mercado (na verdade, neste momento, nem isso). Neste sentido, em se comprovando a existência destes recursos e sua viabilidade de produção nos custos compatíveis com o novo patamar de preço do óleo, haveria uma significativa discrepância entre preço e valor intrínseco para a Petrobras. A companhia se qualifica como candidata à atenção de *value investors* como nós.

Vejamos então as condições de contorno. Nos últimos exercícios, a Petrobras vem divulgando seu Plano quinzenal de Negócios. Este documento apresenta as principais diretrizes do planejamento estratégico da companhia, principalmente no que diz respeito ao programa de investimentos. Embora sofra ajustes anuais, o anúncio do Plano é amplamente aguardado pelos agentes do setor, servindo como referência externa e compromisso público da empresa para com todos seus *stakeholders*. Neste ano, juntamente com o Plano de Negócios, a Petrobras apresentou também um Plano Estratégico até 2020, definindo princípios corporativos, objetivos de gestão e metas operacionais de longo prazo.

É amplamente conhecido que a Petrobras participa como agente do Governo na gestão da política energética nacional. Sabemos também que uma parte pequena do orçamento de capital da companhia acaba sendo destinada para projetos 'estruturantes' que apresentam retornos menores do que os desejados. Mas também pode-se reconhecer algum pragmatismo de gestão do atual Governo, no sentido de não ofender os interesses gerais da companhia. O reajuste em maio nos preços dos derivativos - inclusive em detrimento de arrecadação federal - e a retirada dos blocos do pré-sal da 9ª rodada, num momento de maior competição pelos bônus de assinatura podem ilustrar o argumento. Além disso, a Petrobras, ao longo do tempo, desenvolveu mecanismos internos de blindagem contra diretrizes de teor político que viessem a prejudicar a vocação de excelência técnica da companhia. Mesmo na hipótese extrema de alteração do marco regulatório ou de criação de uma nova empresa para gestão dos recursos do pré-sal, até o momento, não há sinais de que a Petrobras possa perder os direitos de exploração e produção sobre suas atuais concessões ou vir a ser prejudicada na competição por novas áreas.

Ou seja, neste caso, além do *valuation* atrativo, também as condições de contorno parecem ser satisfeitas, o que qualifica a Petrobras como candidata séria na competição por espaço no portfólio de investidores seletivos. Seguimos sublinhando os eventuais aspectos negativos - ineficiências e desperdícios administrativos, como surpresas desagradáveis nos controles de despesas corporativas e aumentos substanciais de custos operacionais, além de aumentos na taxa de participação especiais nos blocos já licitados e ainda não explorados. Ainda assim, nosso modelo resiste a tais afrontas. Adicionalmente, aprofundamos a análise a modo de *grassroots*: conversamos com inúmeros especialistas do setor, estivemos em diversas empresas - concorrentes, fornecedores e clientes da Petrobras - no Brasil e no exterior. Uma mensagem praticamente unânime nestas conversas foi o respeito e até admiração que a Petrobras preserva entre os agentes, que não pouparam elogios à capacitação técnica e à habilidade negocial da empresa. É lógico que muitas destas virtudes se desenvolveram sob o abrigo da situação privilegiada de monopólio ou quase-monopólio da companhia. De qualquer forma, são qualidades especialmente importantes neste momento

em que parte importante do valor futuro da Petrobras depende da superação de diversos desafios tecnológicos e de competência na gestão operacional. Ou seja, a oportunidade do pré-sal (e aqui não mais apenas no cluster da bacia de Santos) pode ser tão interessante, que o *status* de controle da companhia torna-se um predicado de segunda ordem.

Nossa investigação - que julgamos ainda insuficiente e que certamente merecerá um espaço exclusivo numa Carta futura - sugere que a Petrobras tipicamente vem sendo objeto de um efeito-halo reverso. Seu *status* de empresa "do Governo e de Governo", com a percepção negativa que esta condição lhe impõe, acaba por dominar um primeiro julgamento, escondendo atributos interessantes e embaçando uma análise objetiva e mais detida sobre o valor intrínseco da companhia.

Nosso Desempenho

15%. O Dynamo Cougar acompanhou as notícias positivas sobre os fundamentos do ambiente de negócios em geral, e assim, a grande maioria dos nossos investimentos apresentou boa performance, especialmente Gerdau, GVT, Petrobras e Drogasil.

Devido ao atraso desta Carta, escrevemos sob os efeitos de uma crise financeira que a atual geração certamente não conheceu similar. Neste mundo interligado, fluxos financeiros distantes não respeitam indicadores econômicos, nem desempenhos corporativos locais. Neste instante, a máxima histórica da Bovespa atingida em maio parece mais como a 'visita da saúde': uma recuperação súbita antes da pior notícia iminente. Mas isso já pertence ao terceiro trimestre. Na próxima Carta, pretendemos abordar o assunto.

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

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	413,12%	491,97%	400,68%
36 meses	152,44%	177,45%	158,07%
24 meses	69,73%	83,27%	77,25%
12 meses	6,41%	24,00%	19,49%
3 meses	5,94%	8,79%	7,34%

Valor da cota em 30/06/2008 = R\$ 199,870551336

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	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	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60
2ºTrim/08	16,40	14,37	11.950,74	11,55	16,11	2.394,95	17,94	13,16	1.308,33

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 763.268.786,57

(*) 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

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