

Carta

Dynamo 40

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 4º TRIMESTRE DE 2003

www.dynamo.com.br

Sistemas de Remuneração

O objetivo desta Carta é tratar de um assunto que julgamos da maior importância, e que sempre incluímos entre os pontos de análise para escolha de nossos investimentos aqui na Dynamo. Trata-se do sistema de remuneração, um dos elementos básicos da vida e do envolvimento das pessoas na empresa e um dos ingredientes determinantes do sucesso do negócio. Nosso enfoque será o de abordar este tema em duas Cartas. Nesta, analisamos brevemente os fundamentos do conceito de remuneração, descrevemos as principais modalidades de pagamentos e apresentamos alguns casos práticos do nosso conhecimento e experiência. Pedimos desculpas desde já pelo enfoque excessivamente descritivo e acadêmico, que prometemos abandonar na próxima Carta, quando investigaremos com maior profundidade aquela modalidade de pagamento que se tornou predominante nos pacotes de remuneração das companhias americanas, qual seja, os planos de opções de compra de ações (*stock options plans*).

Fundamentos

O valor do capital humano como recurso competitivo jamais esteve tão evidente. Difícil imaginar uma empresa bem sucedida sem um quadro de pessoal competente e motivado. Se "as pessoas são a única fonte definitiva de vantagem competitiva das empresas"¹, se "o negócio dos negócios é o comportamento"², otimizar a performance dos recursos humanos adquire papel estratégico insubstituível.

Sistema de remuneração é um conjunto de programas e de práticas que visa encorajar e reforçar empenhos, comportamen-

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. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

Nosso Desempenho

As cotas do Dynamo Cougar apreciaram-se 20,9% no quarto trimestre, atingindo uma valorização de 58,6% em 2003. A rentabilidade acumulada desde o início do fundo em setembro de 1993 foi de 32,9%^{aa} ano em dólar e 31,7%^{aa} em IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 9,9%^{aa} em dólar e 8,9%^{aa} em IGP-M.

Pela segunda vez em seus dez anos de vida, o Dynamo Cougar obteve rendimento inferior ao Ibovespa, que rendeu 97,1% no exercício. Este fato isolado não nos causa maior incômodo, especialmente em um ano de resultado absoluto tão expressivo como foi o caso de 2003. Além disso, o período de um ano é curto, em termos da nossa proposta de investimento. Nos últimos anos, nossa performance vinha superando consistentemente a do Ibovespa; seria razoável que em algum momento isto pudesse se inverter.

É importante notar também que parte da expressiva valorização do Ibovespa em 2003 se deve ao bom desempenho das companhias alavancadas em dólar. A maior concentração de empresas com esta característica na composição do índice explica também o fato de o Ibovespa ter superado o

IBX, o que não acontecia desde 1998. A valorização do real frente ao dólar provocou uma redução instantânea no fluxo e no estoque das obrigações financeiras denominadas em moeda americana. *Ceteris paribus*, para um mesmo valor da empresa, a redução do tamanho da dívida deveria compensar-se com o aumento do valor do equity. Em tese, o ajuste será tão maior quanto menor a participação relativa inicial do equity, ou seja, quanto maior a alavancagem da companhia. Este efeito ainda foi ampliado pelo ambiente de alta liquidez internacional, cujo fluxo financeiro tendeu a privilegiar ativos mais líquidos em todos os mercados do mundo, o que acabou por empurrar, "pró-ciclicamente", os índices de Bolsa, sensíveis que são a critérios de negociabilidade. Em outras palavras, os ativos mais arriscados foram os que tiveram melhor desempenho em 2003. Nos últimos dois anos, quem tomou menos risco foi muito bem em 2002, mas abriu mão de um certo nível de ganho em 2003.

Em relação a 2004, boa parte do otimismo inicial parece ter se dissipado ao longo do primeiro trimestre. Nossa carteira continua basicamente com o mesmo perfil dos últimos dois anos.

tos e ações necessários para o sucesso corporativo. Seu objetivo prioritário é o de gerar um padrão de conseqüências positivas para o esforço de trabalho, onde, na terminologia da psicologia, conseqüência é tudo aquilo que acontece ao indivíduo em decorrência de determinada ação ou conduta. Segundo o que se denominou de "teoria da expectância", a motivação individual é função de duas expectativas: i) o esforço produz performance; ii)

performance resulta em algum tipo de recompensa.

Compreender a relação recompensa/motivação tem exigido força-tarefa multidisciplinar, que vem desafiando campos diversos da psicologia – teorias do comportamento, da personalidade e da aprendizagem – da sociologia, antropologia, etologia, ciência política, até as fronteiras recentes da biopsiquiatria. Algumas questões permanecem abertas, entre

(1) Zingheim, P. Rewarding Scarce Talent, in *The Compensation Handbook*, Berger, L. & Berger, R. (ed.) McGrawHill, 1999.

(2) Herrnstein, R. Behavior, Reinforcement, and Utility, *Psychological Science* 1, n. 4, 1990, citado por Wilson T. *Innovative Reward System for the Changing Workplace*, McGraw-Hill, 2003.

elas, os mecanismos fisiológicos pelos quais recompensas estimulam comportamentos, ou ainda, qual tipo de motivação seria mais apropriada, se a interna (onde a tarefa é atrativa por si mesma) ou a externa (onde a tarefa é um meio para atingir um fim, uma recompensa, exterior a ela). Há aqueles que afirmam que as motivações externas provocam uma aderência apenas temporária. Quando removidas ou frustradas, podem acabar por inibir o interesse interior autêntico. Defensores deste ponto de vista sustentam que um ambiente de trabalho participativo, colaborativo e orientado para resultados pode ser obtido exclusivamente através da auto-determinação de indivíduos que buscam suas realizações pessoais. O estímulo da recompensa externa pode se constituir, na verdade, em uma ameaça à necessidade psicológica de autonomia e mesmo à auto-estima³. Estas pesquisas confrontam a visão behaviorista/skinneriana mais difundida da necessidade de expectativas externas como determinantes do comportamento⁴.

Se ainda não há consenso sobre o melhor método de motivação, não há dúvidas quanto ao fato de que o comportamento é influenciado e formatado pelo padrão de seqüências. O desafio, então, passa a ser, em se tratando de empresas, o de desenhar um sistema de remuneração que estabeleça as condições para que os participantes “introspectem” as escolhas desejadas, na direção dos resultados corporativos pretendidos.

Modalidades de Pagamento

O sistema de remuneração possui quatro principais modalidades de pagamento: remuneração básica ou fixa, remuneração variável, prêmios de reconhecimento e benefícios ou pagamentos indiretos. A remuneração fixa em geral é usada para recompensar a contribuição individual ao longo do tempo. É um pagamento pelo desempenho de funções ou pelas competências e habilidades adquiridas pelo funcionário, pela consistência de sua performance, por sua contribuição para a construção da imagem da companhia. Nas empresas onde a remuneração fixa prevalece sobre as demais formas de pagamento, em geral, são pagos salários compatíveis com as condições de mercado.

A remuneração variável foca em resultados, a partir de determinadas medidas de

performance. O crescimento deste tipo de remuneração pode ser explicado por diversos fatores: desejo dos indivíduos de participarem do risco e dos resultados dos negócios, dinamismo da competição exigindo respostas mais rápidas frente aos desafios e oportunidades dos mercados, estreitamento do *pricing power* num mundo globalizado que reforça a conveniência para as companhias de reduzir o componente fixo dos salários.

Os programas de remuneração variável podem ser de curto e de longo prazos. Os planos de curto prazo estão associados à participação nos resultados do exercício, sendo usualmente classificados em participação nos lucros (*profit sharing*), em métricas operacionais (*gain sharing*), no atingimento de metas pré-estabelecidas (*goal sharing*), ou combinações entre eles. Os programas de longo prazo podem ser baseados em performance ou no mercado, podendo ser pagos em dinheiro ou em ações. Os programas referidos em performance consideram períodos longos, observando métricas como retorno sobre o patrimônio ou retorno sobre o capital investido, abrangendo todo o ciclo de negócios. Os planos de mercado associam a remuneração à performance das ações. Os tipos mais comuns são: planos de opções de compra de ações (*stock options*), direitos de valorização de ações (*stock appreciation rights*), ações restritas (*restricted stocks*) e ações fantasma (*phantom stocks*).

As opções de compra de ações são de longe a forma mais popular de remuneração baseada em mercado. Os planos de opções concedem aos empregados o direito de comprar ações da companhia a um preço estipulado (preço de exercício) durante um determinado período. Se a ação da companhia se valoriza ao longo do tempo, o empregado terá o direito de comprá-la a um preço inferior ao do mercado. Uma das principais razões apontadas para a ampla utilização das opções foi o tratamento contábil favorável, não sendo consideradas como despesa nem custo para as companhias.

No mercado americano, são duas as formas mais freqüentes de pacotes de opções: os planos “qualificados” ou “estatutários”, também conhecidos como *incentive stock options* (ISO), e os planos “não-qualificados” ou “não-estatutários”. As opções “não-qualificadas” são

bem mais flexíveis, não contendo restrições de preços de exercícios, de prazos de concessões ou de períodos para “holdings”, podendo ser concedidas não apenas a empregados, mas também a conselheiros, consultores e outros prestadores de serviços da empresa. Nesta versão, a diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício no momento do exercício constitui renda pessoal tributável para o participante e despesa-dedutível para a companhia. Pela sua flexibilidade e dedutibilidade fiscal, as opções não-qualificadas são as mais freqüentes. Já nos programas de opções “qualificadas”, o tratamento fiscal é mais vantajoso para o empregado, que nada desembolsa no exercício, sendo tributado sobre o ganho de capital eventual quando vender a ação. Porém, esta versão é bem menos flexível, devendo obedecer uma série de restrições estatutárias (período de concessão, prazo de exercício, preço de exercício, entre outras), além de não permitir à companhia tratar as opções como despesa dedutível.

Os direitos de valorização de ações permitem ao empregado participar da valorização do preço da ação sem incorrer em desembolsos para adquiri-los. Na data do exercício, o participante receberá a diferença entre o preço de mercado e o preço da concessão do direito multiplicado pelo número de ações concedidas. O recebimento poderá se dar em dinheiro ou em ações da companhia, que é obrigada a “acruar” e despesar os montantes devidos. Por este tratamento contábil, os direitos de valorização de ações não tiveram grande aceitação no mercado americano.

Os programas de ações restritas permitem a transferência de ações para os empregados, tornando-os diretamente acionistas da companhia. Na maioria destes programas, os participantes adquirem todos os direitos das ações, exceção feita à proibição de negociação durante o período de restrição. Algumas vezes, a concessão fica sujeita a um prazo para permanência do empregado na companhia, ou ainda, ao atingimento de alguma meta de performance individual ou corporativa. Os pacotes de ações restritas admitem algumas variantes como os *planos de ações restritas de tempo-acelerado*, onde as restrições são removidas mais rapidamente do que o previsto, quando algumas metas de performance são

(3) Veja por exemplo, Kohn, A. *Challenging Behaviorist Dogma: Myths About Money and Motivation*. *Compensation & Benefits Review*, abr/mar 1998.

(4) Skinner, B. *Science and Human Behavior*. New York: MacMillan, 1953.

atingidas, ou os *planos de performance de ações restritas* onde o atingimento de determinada performance aciona um adiantamento de recompensa em dinheiro. As ações restritas podem ser adquiridas com ou sem financiamento da companhia. Em qualquer dos casos, a partir do momento em que o empregado se torna acionista, quedas no preço da ação implicarão em redução de patrimônio pessoal. Já nos planos de opções, se a ação cair abaixo do preço de exercício (tornando-se *underwater*), o empregado não experimenta perda financeira real, apenas deixa de exercer seu direito.

Finalmente, as ações fantasmas são créditos que os empregados recebem cujo valor é medido em termos do preço das ações. Não representam a posse de um ativo ou de um direito real e, portanto, não transformam seus detentores em acionistas da companhia. As ações fantasmas "voltam" para a companhia após o término do prazo estipulado e os montantes de valorização "acruados" durante este período são pagos em dinheiro. Algumas vezes, podem ser usadas como diferimento de pagamentos dos planos de incentivos.

Além dos pacotes de remuneração fixa e variável, os programas de remuneração costumam oferecer prêmios diversos como reconhecimento e/ou celebração de performance destacada, além de benefícios indiretos. Os prêmios podem ser financeiros, sociais, materiais, simbólicos, etc.; dentre os benefícios destacam-se os planos de aposentadoria e de saúde.

Em função de características das empresas e de oportunidades do negócio, os programas de remuneração podem receber formatação específica. Os mais comuns são os planos de remuneração de talentos escassos, da força de vendas, dos executivos, de fusões e aquisições e de empresas globais. Finalmente, cada programa listado acima pode focar o indivíduo ou a equipe, a unidade de negócio, um departamento específico, ou a companhia como um todo.

Algumas Experiências

Esta breve listagem, ainda que distante de uma categorização detalhada, ilustra a diversidade de componentes e de possibilidades

des disponíveis. A experiência mostra que o sistema de remuneração de uma companhia costuma combinar os planos acima, aproveitando melhor a eficácia de cada um deles. Não há uma receita única pré-formatada, nem se pode dizer *ex ante* que um sistema seja superior ao outro.

Quando o objetivo da companhia é atrair e reter talentos que desempenhem funções específicas ou adquiram capacidades desejadas segundo diretrizes estratégicas, então um sistema de remuneração fixa, com base em salários competitivos no mercado pode ser aceitável. Mas um programa com base em salários, pouco diz sobre a performance. Um

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

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	743,57%	754,22%	228,40%
36 meses	147,25%	150,45%	46,16%
24 meses	122,50%	131,53%	62,02%
12 meses	58,59%	100,47%	97,10%
3 meses	20,87%	34,53%	37,67%
Valordacotaem31/12/2003 = 57.14899723			

pacote de remuneração variável é mais efetivo para estimular resultados específicos. Os pacotes *gain sharing* baseados em redução de custos, foram muito frequentes nos anos oitenta empregando métricas de custos sobre vendas, custo por unidade de produtos e custo sobre orçamento. Na década de 90, a ênfase recai sobre qualidade e satisfação do consumidor e os programas *gain sharing* passam a considerar medidas como o número de defeitos por mil, tempo de entrega e reclamação de clientes.

Em seu esforço de reestruturação no final dos anos 90, a Sears redesenhou todo seu sistema de remuneração. Após uma ampla pesquisa, constatou que a forma como seus empregados eram tratados se refletia na maneira como estes tratavam os clientes, o que, por sua vez, estava impactando diretamente nas vendas e na lucratividade da companhia. A remuneração dos diretores e gerentes passou a ser um terço baseada na satisfação dos funcionários, um terço na dos clientes e um terço em metas financeiras de suas unidades de negócios. Para os funcionários das lojas, o pacote variável passou a enfatizar a satisfação dos clientes e a performance financeira.

O alinhamento foi decisivo para trazer a empresa de volta aos lucros.

A experiência prática tem mostrado que o processo de comunicação desempenha papel fundamental para o sucesso na implementação do programa. O nível de assimilação e comprometimento dos participantes depende do grau de compreensão dos objetivos do programa, do conhecimento de seus detalhes e da maneira como eles afetam o seu dia a dia. Na década de 90, o Fleet Financial Group estava experimentando um alto *turn over*. Implementou um bônus de retenção com base em metas para cada unidade de negócios, juntamente com um processo de comunicação

intermitente, de coisas do tipo: "sua contribuição é importante, tem valor, precisamos de sua ajuda para sermos bem sucedidos, confiamos no nosso futuro a você". Os resultados foram excelentes.

A Amazon, um dos maiores sucessos do comércio eletrônico, a fim de oferecer produtos mais baratos e de forma mais conveniente do

que o varejo tradicional, tem como política pagar salários abaixo do mercado e conceder *stock options* para reforçar e difundir a mentalidade de 'dono' entre todos da empresa. A Egon Zehnder International, bem sucedida empresa de consultoria de recursos humanos, adota um modelo de remuneração mais "à moda antiga", como descreve seu próprio fundador: baseado em salários, distribuição de ações e participação nos lucros, sendo que este último, o componente variável mais importante, tem como principal critério de remuneração a antiguidade. "Na nossa profissão, antiguidade é um ativo-chave"⁵. A companhia cresceu globalmente com baixíssimo *turn over* atraindo pessoas com o perfil adequado para o negócio.

A experiência tem ilustrado que a remuneração variável deve estar atrelada a um universo de medidas e indicadores associados à criação de valor e ao retorno para os acionistas, como margens operacionais, EVA®, valor de mercado, retorno sobre o capital investido, *free cash flow yield*. Um sistema de métricas bem definido costuma prover *feedbacks* positivos aos administradores e participantes, oferecendo-lhes informações em tempo real

(5) Zehnder, E. *A Simpler Way to Pay*. Harvard Business Review on Compensation. HBS Press, 2001.

sobre a aderência dos desempenhos aos resultados esperados, autorizando revisões de condutas, correções de equívocos, sinalizando incentivos para manutenção de esforços ou mesmo celebrando atingimentos de metas. Inúmeros são os testemunhos nessa direção. Na Herman Miller, o EVA® tem sido utilizado como critério que norteia todo sistema de bônus e incentivos da companhia desde 1995. A partir de então, os estoques caíram sensivelmente, junto com o prazo médio de recebíveis, a companhia melhorou sua estrutura de capital, as receitas e margens operacionais subiram, gerando riqueza para empregados e acionistas. Na Votorantim Celulose e Papel (VCP), a principal referência para a remuneração variável dos administradores é o “retorno sobre o investimento bruto em termos de fluxo de caixa” (CFROGI). Desde a implementação deste indicador em 2000, as margens operacionais têm crescido, os funcionários têm aumentado seus bônus e os acionistas têm experimentado expressiva valorização em suas ações.

Um desafio dos programas de remuneração tem sido o de estimular o trabalho em grupo, a fim de gerar um ambiente colaborativo, com troca de conhecimento e fertilidade de idéias, com menor rigidez hierárquica e dependência de talentos individuais, além de maior flexibilidade e abertura para a inovação. Mas, se os *links* entre motivação, performance e recompensa já são confusos para o indivíduo, o que dizer quando o objeto da análise passa a ser um grupo, um departamento, um setor ou a companhia como um todo? Como estimular comportamentos e ações que tragam maior benefício para a companhia e que talvez não sejam os preferidos para cada indivíduo isoladamente? Como incentivar, entre os participantes, a troca de informações, o intercâmbio cooperativo, quando suas remunerações competem entre si? Como evitar que determinados indivíduos se acomodem a expensas do esforço dos demais, sabendo que sua remuneração está atrelada a resultados obtidos pela equipe? Também neste caso da remuneração de equipe, a combinação de programas parece ser recomendável. A AmBev aloca percentuais da participação do resultado total para cada unidade de negócio, segundo o atingimento de metas pré-estabelecidas. A partir daí, cada participante será avaliado individualmente, com bases em referências personalizadas, sendo remunerado em termos de um percentual de sua unidade de negócio. Ou seja, a performance

individual determina a remuneração de cada empregado, cujo teto varia a partir dos resultados alcançados pela equipe.

-- # --

Nossa conclusão é que o sistema de remuneração de uma companhia será tão singular quanto seus objetivos, valores e cultura, devendo combinar de forma única as diferentes modalidades de pagamentos. Em 1984, a remuneração média de um CEO nos Estados Unidos era da ordem de US\$ 1 milhão por ano, sendo que praticamente 100% eram pagos em termos de salários e bônus. Em 2001, este montante sobe para US\$ 7 milhões, onde 66% deste valor são pagos com base em performance das ações, principalmente na forma de planos de opções de compra de ações. Tamanho predominância merece ser investigada mais de perto. É isto o que nos propomos em nossa próxima Carta.

AMBEV

Já havíamos decidido escrever sobre a AmBev no momento em que foi anunciada a operação com a Interbrew, que envolve troca de ações e aquisição de ativos da Labatt/Femsa. Seguimos debruçados sobre a mecânica, os valores e as implicações desta complexa operação, que merecerá comentários específicos tão logo quanto possível. Por ora, decidimos manter nossas anotações tal como refletem nossa opinião sobre a situação da companhia antes desta transação, mesmo sob o risco de um certo anacronismo.

A Companhia de Bebidas das Américas (AmBev) é uma posição muito antiga do Dynamo Cougar. A empresa não estava entre nossos investimentos mais importantes, por negociar em níveis próximos do que considerávamos justo. Entretanto, no segundo semestre de 2003, com o lançamento da Nova Schin e a conseqüente redução de participação de mercado das marcas da AmBev, as ações perderam valor na Bolsa de Valores. Pareceu-nos uma boa oportunidade. Algo semelhante já havia acontecido, quando, antes da fusão com a Brahma, a Antarctica investiu maciçamente no marketing de sua marca Bavária e reduziu seu preço, conseguindo aumentar bastante seu *market share* naquele momento. No entanto, a combinação de altos investimentos e preços baixos não levou aos resultados econômicos esperados e a estratégia não se mostrou sus-

tentável no médio prazo. Nosso entendimento é que a recente perda de mercado da AmBev também deve ser revertida, pelo menos em parte. Isto poderá ocorrer tanto pela diminuição do volume de investimentos em marketing como pelo aumento de preços por parte da Schincariol, a fim de tornar mais compatível seu nível de despesas com sua receita. Seguindo este raciocínio, aumentamos nossos investimentos na companhia comprando ações preferenciais, que, por sua maior liquidez, permitia-nos aproveitar mais rapidamente o que vimos como uma boa oportunidade (antes disso, nossa posição era essencialmente de ações ordinárias).

A AmBev é a quinta maior cervejaria do mundo, sendo a maior da América Latina e a líder do mercado cervejeiro no Brasil, com mais de 64% de participação. Suas três principais marcas, Skol, Brahma e Antarctica, são, respectivamente, a 3ª, a 9ª e a 19ª marcas de cerveja mais consumidas em todo o mundo. A companhia é também a segunda maior produtora de refrigerantes do Brasil com aproximadamente 18% de participação de mercado. Além disso, possui operações na Argentina, Uruguai, Paraguai, Bolívia, Chile, Venezuela, Equador, Peru, Guatemala e República Dominicana.

A AmBev reúne as características principais que gostamos de encontrar em uma companhia: um bom negócio, com potencial de crescimento, administrado por pessoas competentes, focadas na criação de valor e retorno para os acionistas.

O Negócio

Por que o negócio da AmBev é bom? A venda de cerveja no Brasil é o principal segmento da companhia representando 81% de seu EBITDA em 2003. A cerveja é um produto de valor unitário baixo, giro alto dos estoques e margem de contribuição elevada. Além disso, no caso da AmBev, é importante mencionar duas outras peculiaridades que fortalecem ainda mais as qualidades de seu negócio principal, quais sejam: i) o consumo de cerveja no Brasil se dá em sua maior parte (70% do volume) em aproximadamente 1 milhão de bares e restaurantes espalhados pelo país – muito em função do clima brasileiro; e ii) a AmBev possui cerca de 64% de todo volume de cerveja vendido no país.

A concentração das vendas em um número tão grande de clientes que compram pequenos volumes para consumo *in loco* é o

fator responsável por duas das principais barreiras à entrada ao mercado de cerveja do Brasil: distribuição e embalagem retornável. Vender e entregar de forma eficiente um *portfolio* grande de produtos para um milhão de clientes que são visitados, em muitos casos, duas vezes por semana, exige um importante investimento em distribuição, sendo, segundo a própria empresa, a “execução no ponto de venda” a alma do negócio. O consumo de cerveja em bar e restaurante permite a manutenção das embalagens retornáveis de 600ml que são mais econômicas para o consumidor e mais rentáveis para a companhia, pois são aproveitadas diversas vezes, o que não ocorre com as “one way” ou com as latas (preferidas pelos supermercadistas por facilitar a administração de estoque). Além disso, as embalagens retornáveis também requerem significativo investimento nas próprias garrafas e nos engradados. Logo, caso alguém resolva começar do zero uma cervejaria no Brasil, deve saber que, além do investimento em equipamentos e na marca do produto a ser lançado, será necessário dispendir uma grande quantia em distribuição e em materiais para embalagem.

Margin Power

Parte importante dos custos de produção de cerveja é atrelada a preços de commodities (como malte, alumínio e papel) denominados em dólar. Analisando a evolução da receita líquida por hectolitro ao longo de um período razoavelmente longo – que abriga, inclusive, duas desvalorizações cambiais relevantes –, podemos notar que a AmBev foi capaz de manter a margem de contribuição de seus produtos. Seu *margin power* em boa parte deve-se ao fato de a companhia vender “um produto de valor unitário baixo – de alguma forma imune à recessão econômica – cuja imagem está associada ao prazer de seu consumidor”⁶. Adicionalmente, a AmBev possui as marcas preferidas do mercado, consolidadas ao longo do tempo através de significativo investimento em propaganda, e não depende de poucos clientes para vendê-las.

Uma parcela significativa do aumento de sua receita por hectolitro ocorreu sem que isso se refletisse em preços mais altos para o consumidor final. Contribuem para tal: i) a freqüente evolução de sua “execução no ponto de venda” que faz aumentar a fatia da Am-

Bev na composição do preço final da cerveja, em detrimento do que fica para o varejista e para o distribuidor terceirizado. Isto é, cada vez mais, a empresa distribui diretamente seus produtos, conservando apenas os distribuidores terceirizados mais eficientes, o que tem lhe permitido capturar um percentual maior do preço da cerveja no varejo, e ii) o melhor mix de produtos, obtido com o (re)lançamento de marcas como Bohemia, Skol Beats, Brahma Light, Original e etc, que possuem margens de contribuição consideravelmente maiores do que suas principais cervejas – Skol, Brahma e Antarctica.

Capital de Giro

Como já dissemos anteriormente, a cerveja é um produto de giro alto, ou seja, não fica muito tempo nos estoques do varejista, o que é positivo, já que estoque parado significa capital investido sem remuneração. Além disto, por ser um grande comprador de matéria-prima (lembrem-se que a AmBev é o maior produtor de cerveja da América Latina) e pela diversidade da sua base de clientes, a empresa consegue pagar seus fornecedores em prazos maiores do que recebe de seus clientes. Portanto, o negócio da AmBev não é intensivo em capital de giro, o que permite que seus volumes de venda cresçam sem que muito capital seja alocado no giro das operações.

As Pessoas

Conhecer a cultura da companhia é crucial para entendermos o quão focados em resultados/retorno estão seus funcionários. A AmBev é uma das companhias abertas no Brasil onde se verifica mais forte a cultura de foco nos resultados e isso só é possível quando as pessoas são motivadas “a trabalhar como donos, não como executivos... A AmBev é construída sob o reconhecimento do mérito, e isso é aplicado diariamente para todos os empregados”⁷. Ainda, segundo a companhia, a “remuneração variável é uma poderosa ferramenta para motivar e recompensar o desempenho das pessoas na AmBev. Nossa cultura ... permite aos funcionários que se destacam no alcance de suas metas, a dobrarem sua remuneração anual através de agressivo programa de remuneração variável. Esse programa é baseado no desempenho individual e coletivo e está diretamente ligado ao **crecimento** (grifo

próprio) do Valor Econômico Adicionado (EVA[®]) da companhia”. A utilização do EVA[®] como métrica de remuneração variável é um instrumento fundamental na direção do alinhamento de interesses entre acionistas de uma empresa e as pessoas que tocam seu dia a dia, pois esses sabem que cada recurso que empregam em suas atividades possui um custo de oportunidade (custo de capital), o qual precisa ser remunerado.

Como complemento ao plano de remuneração variável, a AmBev oferece a seus funcionários um plano híbrido de *stock option* e de *stock ownership*. De acordo com o plano, os executivos e empregados “elegíveis” recebem opções de compra de ações da empresa, cujo preço de exercício nunca será inferior a 90% do preço de mercado, sendo que a totalidade destas ações só poderá ser alienada pelo preço de mercado após um período de cinco anos, contados a partir da data do exercício das opções. O beneficiário deve usar ao menos 70% dos recursos provenientes do programa de Participação nos Resultados (“bônus”) no exercício das opções de compra das ações, tornando-se neste momento acionista da empresa com todos os direitos da ação. De fato, é prática comum entre os participantes a utilização de 100% dos recursos provenientes do bônus na compra das ações, alguns até financiam o restante do exercício de suas opções com empréstimos junto à companhia, os quais são corrigidos pela inflação + 8% ao ano. Para se ter noção da importância da remuneração variável para as pessoas da AmBev, no ano de 2002 eles receberam 9 ou 18 salários por ano (dependendo do atingimento das metas por equipe e individuais). Com isso, podemos inferir que grande parte do patrimônio das pessoas que tocam a AmBev está investida em ações da própria companhia. Obviamente, tal fato faz com que o preço das ações da empresa, no longo prazo, seja muito importante para as pessoas que lá tomam as decisões relevantes. Logo, a maneira pela qual a companhia remunera seus recursos humanos é um dos principais fatores de alinhamento de interesses entre os diversos agentes da sociedade.

Retorno

Como investidores, estamos sempre atentos aos retornos obtidos pelas companhi-

(6) Muncuing, P. Beer Blast, Random House, 1997.

(7) Ambev, Relatório Anual, 2002.

as onde investimos. Há diversas maneiras de se avaliar se o dinheiro do acionista está sendo bem empregado por uma companhia. No caso específico da AmBev, gostamos de acompanhar a evolução do EBITDA por hectolitro vendido, ou seja, quanto dinheiro por unidade de produto vendido a empresa está gerando. Para evitar distorções temporárias, inclusive em função da sazonalidade própria do negócio de cerveja e refrigerante, analisamos os números sempre num período de 12 meses. Partindo do ano de 2000 completo, verificamos que o EBITDA por hectolitro da AmBev subiu 77% em dólar até o final de 2003 (a despeito de uma desvalorização do Real de 59%, no período, e seu impacto negativo nos custos da empresa). Ao analisarmos a evolução do EBITDA sobre o capital investido (imobilizado mais capital de giro) no mesmo período, verificamos que esta relação (uma aproximação para retorno sobre capital investido,

antes de impostos) saiu de 38% para 61%. Isto ocorreu porque enquanto seu EBITDA subiu 104%, em Reais, seu capital investido cresceu apenas 26%. A rentabilidade conseguida pela empresa na administração de seus negócios, refletiu-se na valorização de suas ações. A AmBev iniciou o ano de 2000 valendo em Bolsa aproximadamente US\$5,0 bilhões. De lá até o final de dezembro de 2003, a companhia investiu (incluída a aquisição da participação na Quilmes) cerca de US\$1,7 bilhão e seu valor de mercado passou para US\$9,9 bilhões na mesma data, um crescimento de US\$ 4,9 bilhões. Ou seja, neste período, cada US\$1 investido pela AmBev em suas atividades se transformou em US\$2,9 para seu acionista (sob a forma de capitalização de mercado). Além disto, a companhia “devolveu” para seus acionistas algo como US\$1 bilhão entre dividendos e recompra de suas próprias ações no mercado.

São estes os fundamentos que justificaram um investimento importante da Dynamo nesta companhia. Como dissemos, estamos analisando a recente operação com a Interbrew, que traz impactos significativos na estrutura societária, na posição estratégica da AmBev e até em algumas das observações que fizemos acima. Há uma quantidade muito grande de documentos que estamos estudando atentamente. Nossa análise neste momento procura investigar se estes fundamentos estarão preservados no novo ambiente competitivo da companhia, se os valores envolvidos na transação são compatíveis com os níveis de retorno desejados e se as pessoas que fazem a diferença na empresa continuarão com a mesma motivação de antes.

Rio de Janeiro, 23 de março de 2004.

*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
3ºTrim/03	19,37	58,73	1453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: **R\$ 150.488.196,17**

(*) 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).

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

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