

Rumo ao North

“Todas as ações de meu governo têm se pautado pelo compromisso com o fortalecimento das **instituições** de Estado, pelo respeito aos direitos individuais, o combate à corrupção e a defesa dos princípios que regem o Estado Democrático de Direito”. **Dilma**, 03.março.2016

“O caráter pacífico das manifestações ocorridas neste domingo demonstra a maturidade de um país que sabe conviver com opiniões divergentes e sabe garantir o respeito às suas leis e às **instituições**”. **Dilma**, 13.março.2016

“**Instituições** fortes pressupõem pessoas sérias. Não pode ter moleque, não pode ter moleque, tem que ter gente séria”. **Lula**, depoimento à Polícia Federal, 04.março.2016

“Creio nas **instituições** democráticas, na relação independente e harmônica entre os poderes da república, conforme estabelecido na Constituição Federal”. **Lula**, 17.março.2016

“O efeito imediato que resulta desses comportamentos alegadamente delituosos parece justificar o reconhecimento de que as práticas ilícitas perpetradas por referidos agentes tinham um só objetivo: viabilizar a captura das **instituições** governamentais por determinada organização criminosa..”. **Celso de Mello**, ministro do STF, 03.março.2016

“O que não podemos fazer em uma hora como esta é ter como defesa o ataque às nossas **instituições**”. **Aécio Neves**, 10.março.2016

“Importante que as autoridades eleitas e os partidos ouçam a voz das ruas e igualmente se comprometam com o combate à corrupção, reforçando nossas **instituições**...”. Juiz **Sérgio Moro**, 13.março. 2016

“As **instituições** do nosso país estão funcionando regularmente: Executivo, Legislativo, Judiciário cumprem suas tarefas”. **Michel Temer** 29.março.2016

“O país passa por uma situação de extrema delicadeza na qual as **instituições** têm sido insistentemente testadas e correspondidas”, **Eduardo Cunha** 30.março.2016

Num país dividido pelo duelo constante de posições políticas rivais, uma palavra destoa como um consenso improvável, transitando livremente nos discursos de todos os atores. Aclamada nas ruas, as “**instituições**” de repente

viraram celebridade. Instituições importam. Instituições são fundamentais. Se atacadas, devem ser defendidas. Se não preservadas, estamos em anomia. Justa fama ou mero lugar comum de tempos incomuns? Não há dúvida, as instituições merecem ser investigadas – no bom sentido, naturalmente. Pareceu-nos uma boa oportunidade para tratarmos de um assunto tão fecundo e atual.

O conceito tangencia diversas disciplinas e pode ser abordado por diferentes ângulos. Escolhemos uma rota mais “institucional”, aceitando carona daquele que julgamos ter oferecido a melhor análise para sua compreensão: Douglass North (1920-2015). Economista americano, autor de várias obras importantes, North recebeu o prêmio Nobel de economia em 1993, justamente pela sua contribuição original ao trazer o tema das instituições para o centro da teoria e da história econômica. Se nas duas últimas Cartas acompanhamos aqueles destemidos exploradores pelo Polo Sul, nesta, a sugestão é seguir a bússola pelo caminho seguro do North.

Trata-se de incursão onde os obstáculos são igualmente desafiadores. No Polo, evitamos a descrição detalhada das jornadas geladas, preferindo selecionar alguns aspectos das expedições que nos interessaram particularmente. Aqui, repetimos o método. A obra de North é de uma envergadura e profundidade que não temos pretensão, espaço, nem tampouco competência para descrevê-la. É verdade que o contexto das citações acima nos levou a revisitá-la. Foi uma experiência das mais agradáveis e muito útil também, já que nos ajudou a estabelecer parâmetros para interpretarmos o mundo de hoje e em especial o complexo momento que o Brasil atravessa¹.

Como propósito desta Carta, optamos por traçar um roteiro bem mais modesto. Na primeira parte, situamos em passant o contexto intelectual do surgimento da definição clássica de “instituição” em North, o que nos dará pistas para entendermos a importância destacada deste conceito, tão corriqueiro nas circunstâncias das citações acima. Em seguida, passamos logo para o ponto focal da Carta.

¹ Para aqueles mais curiosos, recomendamos vivamente a leitura. Aproveitamos para dispor em nosso site algumas referências bibliográficas, textos do North e sobre ele, assim como um rápido resumo de aspectos importantes de sua obra, onde arriscamos até alguns paralelos com a situação do país.

Tomando por empréstimo um *insight* de seu último livro, um estudo comparativo do estágio de desenvolvimento de diversos países, tentamos construir uma ponte para o nosso dia a dia de investidor, trazendo o argumento para o âmbito de análise das companhias.

Desde cedo, Douglass North tinha uma inquietação que o acompanhou durante toda sua carreira. Queria compreender e explicar as razões pelas quais algumas nações tornam-se desenvolvidas e outras não. Toda sua produção acadêmica pode ser entendida como uma contínua evolução dos elementos que o levariam na direção deste propósito abrangente.

A fim de entender a relevância da contribuição deste autor, temos que dar um passo atrás e situar o contexto da discussão econômica. A teoria estabelecida, conhecida como paradigma neoclássico, propõe que o crescimento econômico depende fundamentalmente da acumulação dos fatores de produção – trabalho e capital, principalmente – e das condições tecnológicas. O sistema se ajusta automaticamente – oferta e demanda, produção e consumo – a partir dos incentivos emitidos pelo mecanismo de preços e pelo processo competitivo. Os indivíduos são perfeitamente racionais, têm informação completa, decidem maximizando riqueza e as trocas se dão sem custos nem ruídos de transação. As instituições são ignoradas, simplesmente não importam. Incentivos de preço e competição somados aos pressupostos de comportamento e às habilidades cognitivas dos indivíduos são suficientes para levar a economia para a fronteira da eficiência.

North foi um autor profícuo. Seus livros mostram um progressivo aperfeiçoamento de seu pensamento teórico, que esteve sempre acompanhado pela análise descritiva dos fatos históricos. Preocupado em explicar a realidade e em dar sentido prático ao seu modelo conceitual, North foi percebendo as limitações do figurino neoclássico. Uma ilustração desta sua progressiva evolução é o artigo de 1968, *Sources of Productivity Changes in Ocean Shipping, 1600-1850*, um texto talvez menos conhecido, mas muito importante. North, que havia trabalhado na marinha mercante americana durante a II GG, dissecou os dados disponíveis da indústria, combinando conhecimento de história, capacidade de análise estatística, agudeza de observação e experiência pessoal. Um tipo de trabalho de microeconomia setorial ao qual nós aqui na Dynamo atribuímos particular valor. North concluiu que o aumento de produtividade na indústria de transporte marítimo no período se deveu basicamente à diminuição da pirataria combinado à expansão do comércio internacional, sem que qualquer mudança tecnológica tivesse influência. Com a redução da pirataria, os barcos liberaram espaços – antes ocupados pelos armamentos – para as mercadorias e a necessidade de mão de obra embarcada diminuiu. A

abertura das fronteiras comerciais e a forte onda de imigração contribuíram para aumentar a taxa de utilização (giro) da frota, reduzindo também o tempo de atracação. Com isso a tonelagem de mercadoria transportada por homem hora caiu consideravelmente. Neste mesmo período, não se registrou qualquer avanço tecnológico na indústria. Os barcos usados nas principais rotas mercantis permaneceram com o mesmo desenho das flotilhas holandesas do século XVII, e as velocidades médias também pouco progrediram. Ou seja, o aumento de produtividade se deu por razões alheias ao impulso tecnológico ou à recomposição dos fatores de produção, algo que não se pensava até então. Outros elementos da engrenagem social surgem como protagonistas. Um ambiente mais seguro e pacífico inibiu a pirataria e permitiu a expansão do comércio transoceânico trazendo riqueza para os países. São as “instituições” germinando no modelo mental de North, a caminho da celebridade.

Partindo da ideia básica de que a incerteza permeia a condição humana e que os indivíduos apresentam limitações óbvias de capacidade cognitiva, North compreendeu que as trocas não se dão num ambiente livre de fricção, ao contrário, envolvem custos de transação: e eles são substancialmente relevantes². À medida que uma sociedade se torna mais complexa, um grande número de indivíduos passa a interagir entre si, usufruindo dos benefícios de uma maior especialização e divisão de trabalho. Para tanto, é preciso estabelecer as condições para que os indivíduos vençam as incertezas envolvidas nas trocas. Direitos de propriedade tem que ser bem fundamentados, os bens negociados tem que ser devidamente mensurados, contratos devem ser firmados com precisão e adequadamente executados. As instituições são justamente as estruturas desenhadas pelos indivíduos para produzir ordem e reduzir incerteza³. Nas palavras do próprio North, em definição que já se tornou clássica: “Instituições são as regras do jogo numa sociedade, ou mais formalmente, são as restrições, concebidas pelos homens, que formatam as interações humanas” (North, 1990)⁴.

2 Ronald Coase foi quem primeiro chamou atenção para a importância dos custos de transação em seu artigo seminal *The nature of the firm* (1937). Segundo Coase, as empresas se constituem precisamente para internalizar os diversos custos envolvidos nas trocas: prospecção, negociação, contratação, inspeção, entre outros. Interessante observar que, com o advento da internet, e a consequente redução brutal dos custos de transação, ocorre uma reversão desta tendência: um crescimento expressivo do trabalho autônomo, da empresa de um indivíduo só. É o outro lado do teorema de Coase, funcionando a pleno vapor, ou melhor, a mega bps.

3 A literatura da Ciência Política já havia antecipado este caminho desde o *Leviatã* de Hobbes e o *Contrato Social* de Rousseau. Porém, ali apenas se indica a necessidade do que deve ser feito para que a sociedade humana seja viável. O tema das instituições pode ser considerado um corolário significativo deste teorema fundador da vida social para esta corrente de pensamento.

4 E assim se vê que a teoria tradicional funciona sob uma hipótese muito particular: quando não há custos de transação. Sob uma visão de

As instituições surgem para reduzir os custos de transação e muitas vezes para que as próprias transações sejam possíveis. Ao permitir que os ganhos potenciais do comércio e da especialização se efetivem, transformam-se em determinantes críticos da performance da economia. Ao estabelecer as regras pelas quais os indivíduos interagem, direcionam os incentivos, calibram as oportunidades e acabam formatando o próprio jeito de ser da sociedade. Protagonistas do destino das nações, as instituições inspiram cuidado peculiar. Daí, como vimos no início, sua presença ubíqua nos discursos de quem tem missão de governo no país. Explica-se também o deslumbramento coletivo com a constatação cada vez mais frequente de que as “instituições estão funcionando”.

Segundo North, as instituições possuem três dimensões. A dimensão informal é composta pelos costumes, tradições, convenções e códigos de conduta de uma sociedade. Baseiam-se nas crenças e nos valores culturais. Já a dimensão formal representa o conjunto de regras e normas contratadas. As regras formais não são necessariamente perfeitas, nem eficientes. Elas refletem os interesses e o poder de barganha dos grupos que participam da sua construção ou daqueles que pretendem alterá-las. A terceira dimensão das instituições é a sua capacidade de fazer cumprir os compromissos (*enforcement*) contratados entre as partes. São exemplos de instituições: a Constituição, o Estado de Direito, os Três Poderes, o Código Civil, o Mercado de Capitais.

É fácil ver que as instituições só funcionam quando os três parâmetros – o consuetudinário, o legal e a execução legítima – estão presentes. Vejamos um exemplo prático, próximo e muito resumido: o mercado de capitais no Brasil. Nossa Lei da S.A. de 1976 é reconhecidamente de boa qualidade para a época, inspirada no que havia de mais moderno no direito societário. Portanto, a dimensão formal já estava bem desenhada desde a partida. Mas não tínhamos no país uma cultura de investimentos em ações. Como todos sabemos, o incentivo fiscal foi quem empurrou empresas e investidores para a Bolsa na época. Ou seja, a dimensão informal não estava presente. Nem tampouco a terceira dimensão do *enforcement*. Apenas mais recentemente, quando o interesse genuíno das companhias em atrair sócios e o dos investidores em participar do capital social das empresas prevaleceram, na mesma época em que regras de *enforcement* e práticas de governança melhoraram, é que o mercado de capitais no país prosperou, ou, em linguagem atual, se institucionalizou. Dito de outra forma, apenas quando as três dimensões se alinharam, o mercado de capitais se estabelece como instituição.

Nesta altura, North introduz um novo elemento no modelo: as organizações. Organizações são grupos de indivíduos unidos por propósitos comuns motivados a perseguir

certos objetivos. São exemplos de organizações: os partidos políticos, as universidades, as igrejas, os sindicatos, as associações setoriais, as OGNs, as companhias, etc. Se as instituições são as regras do jogo, as organizações são os times que participam do campeonato, são os principais agentes sociais. As instituições criam as oportunidades, as organizações tentam aproveitá-las. O contexto institucional estabelece os incentivos que formatam o perfil de organizações, os tipos de conhecimentos e de habilidades requeridos.

Para North, as sociedades que permanecem estagnadas são aquelas que não conseguem atualizar o desenho institucional. Ou seja, não alcançam uma estrutura adequada de incentivos para assim induzir a atuação das organizações de forma a gerar um crescimento econômico sustentável. Numa palavra, são aquelas onde não estão dispostos os incentivos para os indivíduos perseguirem uma maior produtividade.

Como dissemos acima, a obra de North é riquíssima e uma exposição apropriada de seus principais elementos extrapola o escopo das nossas Cartas. Em seu último livro, *Violence and Social Order: A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History* (2009), em co-autoria com John Wallis e Barry Weingasth, North se propôs uma tarefa ambiciosa: a de descrever a lógica de funcionamento das chamadas “ordens sociais”, a maneira pela qual a humanidade se organizou em sociedade. North e seus colegas desenvolveram um aparato conceitual que explica as razões pelas quais determinadas sociedades conseguem atingir níveis mais elevados de bem estar material, e outras não.

A descrição da dinâmica de funcionamento destes ordenamentos sociais, classificadas como “ordens de acesso limitado” e “ordens de acesso aberto”, revela a agudez

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até maio de 2016

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	85,6%	-4,8%	-25,0%
36 meses	40,4%	-6,8%	-9,4%
24 meses	34,7%	-5,3%	-5,4%
12 meses	10,9%	-8,3%	-8,1%
No ano (2016)	12,9%	10,6%	11,8%

Valor da cota em 31/05/2016 = R\$ 581,643466

mundos mais realista, quando os custos de transação estão presentes, as instituições importam, não podem mais ser ignoradas.

analítica de um North maduro. Trata-se de uma contribuição original para a compreensão dos fenômenos sociais. Além do que, constitui leitura bastante interessante, inclusive para o entendimento da conjuntura social, política e econômica do Brasil hoje. Entretanto, como dissemos acima, preferimos nos deter neste momento num aspecto que nos chamou especial atenção e que na verdade nos motivou escrever esta Carta. Deixamos então a linha central do argumento de North para nos concentrarmos neste *insight* particular.

Antes de avançarmos, uma última ressalva. Tomar emprestado conceitos e narrativas de outros contextos e tentar trazê-los para nossa realidade de investidor constitui sempre tarefa arriscada. Ainda mais neste caso em que o argumento a ser transportado se origina na obra de um pensador da estatura de Douglass North. O que faremos daqui em diante é quase um exercício livre de flexibilidade, onde tentamos construir uma ponte improvável da via expressa bem pavimentada do desempenho de países para uma vicinal mais sinuosa da performance das companhias. Como temos refletido bastante sobre o tema da resiliência no universo corporativo, logo que vimos o argumento do North, não resistimos em provocar a aproximação. A ilustração que iremos propor também não se compara ao alcance da longa série de dados estatísticos dos países coletados por North. Nossa ambição neste caso também é mais modesta, refletida numa amostra bem mais curta de números recentes de companhias nas quais estamos

próximos e que preferimos não nomear para evitar sensibilidades nas comparações. Ajustada pela admitida distância entre a qualidade dos exemplos, acreditamos ainda assim que o exercício se justifica.

Vamos então ao argumento. North conclui que os países mais ricos, que efetuaram com sucesso a transição para a ordem de acesso aberto, e portanto para níveis mais elevados de desenvolvimento consistente, não são aqueles que alcançaram períodos mais duradouros de forte crescimento, mas sim aqueles que se caracterizam por terem conseguido reduzir a intensidade dos períodos de crescimento negativo. De fato, de forma contraintuitiva, as evidências empíricas mostram que o grupo de países mais ricos apresenta as menores taxas médias de crescimento nos períodos de expansão de renda. Por outro lado, quando a renda encolhe, são os países mais pobres que apresentam quedas nos produtos bem mais drásticas. Estes países experimentam tanto mais anos de crescimento negativo de renda quanto um declínio mais acentuado neste período, conforme a tabela abaixo (tab. 1), extraída do capítulo introdutório (North, 2009)

Naturalmente, North consegue explicar este padrão de desempenho sob a ótica de seu aparato analítico, a partir da constatação básica de que os países mais ricos apresentam um número relativo de organizações muito maior do que os

*Tabela 1 – Taxas de crescimento em anos bons e ruins para os países classificados conforme intervalo de renda per capita (período 1950 a 2004)**

Países Renda per Capita em US\$ em 2000	número de países	% da população mundial	% de anos de crescimento positivo	taxa média de crescimento positivo	taxa média de crescimento negativo
acima de 20.000**	27	13%	81%	3,88%	-2,33%
de 15.000 a 20.000	12	2%	76%	5,59%	-4,25%
de 10.000 a 15.000	14	2%	71%	5,27%	-4,07%
de 5.000 a 10.000	37	16%	73%	5,25%	-4,59%
de 2.000 a 5.000	46	53%	66%	5,39%	-4,75%
de 300 a 2.000	44	14%	56%	5,37%	-5,38%

* Série da Penn World

** Países não petrolíferos, ou seja, excluídos Kuwait, Qatar, Brunei e Emirados Árabes

mais pobres. Os dados das organizações são apresentados na tabela (tab. 2) abaixo, também extraída do mesmo texto⁵.

O maior volume de organizações nos países mais ricos reflete precisamente um ambiente institucional mais maduro, que permitiu à sociedade civil se desenvolver com mais dinamismo e autonomia, sendo capaz de impor um sistema de freios e contrapesos ao Estado. São sociedades onde predomina a competição nos ambientes econômico e político – a destruição criativa schumpeteriana no mundo dos negócios e a alternância de poder tão cara ao jogo democrático; onde as regras de conduta e os valores culturais encurtaram drasticamente o espaço para expropriação de renda, para distribuição de privilégios e para a proliferação de relações pessoais na gestão da coisa pública. Daí o entendimento profundo que capitalismo e democracia são construções eminentemente institucionais. Explica-se assim, ao menos em parte, o glamour das instituições, comentada no início desta Carta.

O insight de que os países mais desenvolvidos demonstram maior robustez nos períodos de recessão nos levou a pensar naturalmente nas companhias. Embora não tenhamos

5 Os números refletem a distribuição de um tipo muito específico de organização, voltada para o comércio e para os negócios, apenas. Naturalmente, num conceito mais abrangente, o número total de organizações existentes em determinado país é muito maior. Apenas nos Estados Unidos, no ano de 1997, contavam-se 23,6 milhões de organizações voltadas para o lucro, além de mais 1,1 milhão de organizações privadas isentas de impostos, fora as 87,5 mil organizações diretamente ligadas ao setor público.

à mão uma ‘comprovação’ quantitativa com números tão ordenados quanto as tabelas acima, nossa sensação e experiência – além do respaldo de dados mais dispersos – é a de que o argumento válido entre países se aplica também em nível corporativo. Companhias que apresentam os melhores desempenhos compostos ao longo do tempo são aquelas que vão relativamente bem nos momentos de crise, sofrendo menos do que seus pares os impactos dos ciclos de baixa dos negócios. São menos voláteis, *lato sensu*.

O indicador de desempenho proposto pelo North reflete, no ambiente corporativo, um marcador de qualidade do negócio e de competência da administração. O que faz as boas companhias saírem-se relativamente melhor nos momentos de dificuldades é a consistência de decisões prudentes, tomadas principalmente nos períodos do ciclo de alta. Já tornou-se clássica a exaustivamente repetida expressão do Buffett de que apenas quando a maré baixa é que se descobre quem está nadando nu. Com a licença do mestre e aplicando uma rotação de 180° no aforismo, propomos que a maré alta é que atraiu um bando de desavisados que, sentindo-se suficientemente abrigados pela bonança, atiraram-se na água sem roupas. A baixa da maré apenas expõe uma imprudência anterior. Geralmente, na origem da crise dos tempos ruins encontram-se as decisões equivocadas das épocas percebidas como mais benignas.

Os ciclos econômicos costumam afetar com maior intensidade as companhias do que os países. Isto porque as empresas recorrem com mais frequência ao expediente

*Tabela 2 – Números de organizações para os países classificados conforme intervalo de renda per capita**

Países	número de países por intervalo de renda	número de organizações total por intervalo de renda	número de organizações por país média por país	número de organizações por milhão de residentes média por país
Renda per Capita em US\$ em 2000				
de 300 a 2.000	41	1.238	30,2	2,8
de 2.000 a 5.000	38	1.430	37,6	4,5
de 5.000 a 10.000	34	2.338	68,8	16,7
de 10.000 a 15.000	15	714	47,6	21,2
de 15.000 a 20.000	8	708	88,5	26,9
acima de 20.000	28	30.976	1.106,3	63,6
Total	164	37.404	228,1	19,3

* Organizações formais de comércio e negócios. Dados publicados pela K. G. Company, subsidiando a análise de Coates, Heckelman e Wilson (2007)

da alavancagem sem, obviamente, poder contar com a prerrogativa de emitir moeda. A maior capacidade de tomar dívida turbinou os resultados corporativos no ciclo de alta, mas pode revelar-se fatal quando a maré baixa. Um dos traços característicos das companhias longevas é que elas mantêm a sobriedade nos momentos de euforia, quando as demais parecem acreditar que ‘desta vez é diferente’ e atuam como se a fase de prosperidade viesse para ficar em definitivo. Esta inteligência tácita do empresário/executivo, de saber quando acelerar e quando não, é uma habilidade difícil de se avaliar *ex ante*, pois, por definição, se verifica apenas *ex post*. Por isso, o desafio permanente que enfrenta o investidor de longo prazo que se propõe escolher seletivamente companhias para o seu portfólio. Daí também a vantagem comparativa que é a longa convivência com as empresas investidas.

Além do aspecto da competência da administração, o indicador de North aplicado ao ambiente corporativo reflete também a qualidade do negócio. Companhias que oferecem produtos ou serviços percebidos como essenciais, críticos, obrigatórios, diferenciados, de alta relação valor/custo para seus clientes, e que se inserem em um arranjo de organização da indústria onde este valor não é repassado para o consumidor, costumam trafegar melhor pelos momentos de crise. Geralmente, esta posição diferenciada se traduz em algumas características típicas no traçado das relações comerciais: contratos longos e bem amarrados, de difícil rescisão, alto custo embutido para o cliente na decisão de troca de fornecedor (*switching cost*), modelo de receitas recorrentes (tipo prestação de serviços com contrapartida de ‘mensalidades’). São negócios onde no final das contas o cliente tem reduzida margem de manobra para interromper ou mesmo postergar o consumo do produto/serviço. Dito de outra forma, onde ele tem baixa capacidade discricionária sobre a fatura que chega inevitável ao final do mês. São alguns exemplos deste tipo de negócios: manutenção de elevadores, de turbinas de avião ou

de softwares, *fee* na utilização do cartão de crédito ou no uso de plataformas eletrônicas de trading, distribuição de produtos essenciais como combustíveis e remédios. Em comum, todos apresentam altas taxas de retorno sobre o capital investido.

Os elementos norteanos que explicam o desempenho entre países também parecem adequados para justificar a performance relativa das companhias. Primeiro, a qualidade das ‘limitações informais’: as normas de conduta, as crenças, os valores culturais. Boas companhias geralmente possuem princípios e valores bem definidos, que estabelecem as bases sobre as quais se constroem aquilo que se convencionou chamar de uma cultura corporativa saudável. As pessoas são movidas por crenças e as boas companhias são aquelas conseguem transmitir uma mensagem de propósitos que inspira os comportamentos desejados, estabelecendo uma conexão mais profunda com seus colaboradores e demais *stakeholders*, que vai além das metas de performance, dos pacotes de remuneração ou das características dos produtos vendidos. Os processos são muito mais consuetudinários do que coercitivos.

As ‘regras formais’ também são fundamentais. E aqui estamos falando de todo um conjunto de normas, leis e contratos que governam a vida das companhias: lei das S.A., código civil, normas e diretrizes da CVM, acordo de acionistas, estatuto social, contratos comerciais, ou seja, uma coleção de documentos que ordena, regula e legitima as relações no âmbito societário. Nas boas companhias os direitos são claros, consistentes e obviamente respeitados. Mais do que isso. Como dissemos em outra oportunidade, a ética chega onde a lei não alcança. As companhias que procuramos são aquelas regidas por um padrão ético que resolve as controvérsias geradas pelas entrelinhas próprias do direito normativo. Não há mentalidade de expropriação em quaisquer das franjas de relacionamento: fornecedores, colaboradores, clientes, acionistas minoritários. Buscam o

*Tabela 3 – Same Store Sales – Varejo de Vestuário
Grupo das Companhias mais Estabelecidas*

	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Cia A	10,0%	7,5%	17,3%	16,5%	14,5%	12,6%	4,5%
Cia X	2,4%	-2,7%	1,0%	5,8%	0,2%	-2,1%	-3,1%
Cia Y	2,3%	-1,5%	-0,5%	-4,8%	-4,2%	-2,4%	-8,6%
Cia Z	-9,9%	-6,0%	-3,8%	-1,9%	-1,7%	-4,3%	-5,1%

diferencial competitivo e, se possível, a situação de monopólio até, mas dentro das regras do jogo, do ambiente de mercado.

As companhias que gostamos se caracterizam por um ambiente interno aberto e inclusivo, a exemplo das ordens de acesso aberto do North. As relações são francas e diretas, não há espaços para comportamentos tipo carona ou rentista. Mesmo com líderes presentes e experientes, o conhecimento é descentralizado e as ideias são encorajadas a competir entre si a partir de um design produtivo e de um processo decisório onde prevalece a destruição criativa. A exemplo das sociedades abertas, a experimentação é estimulada, as boas ideias incorporadas, as ruins eliminadas. O resultado: mais inovação e produtividade, maior flexibilidade e capacidade de adaptação para lidar com as mudanças permanentes do ambiente de negócios.

A recessão de intensidade inédita que enfrentamos atualmente no país, com repercussões amplificadas nos resultados das companhias, oferece um laboratório particular para o investidor de longo prazo, munido do ferramental northeano, testar suas convicções e encontrar oportunidades. Momentos de crise costumam revelar bifurcações agudas nos desempenhos corporativos. Companhias pegadas de surpresa no ciclo de investimentos ou que participam de negócios onde a competição é mais intensa sofrem particularmente neste período. Margens estreitam-se, falta caixa, contas a pagar se acumulam, mercado de crédito fecha-se, patrimônio vira, um redemoinho de difícil reversão que pode levar ao fechamento das portas. Na outra vertente, companhias que operam em negócios mais estáveis, ou que prepararam seus balanços com solidez suficiente para o tempo de estiagem, conseguem transpor as dificuldades com alguns ajustes ou chegam até a ganhar participação de mercado, dada a fragilidade da concorrência⁶.

6 Naturalmente, este desempenho operacional e financeiro diferenciado

O ambiente torna-se especialmente propício para o investidor disciplinado e com horizonte de longo prazo. Daí que enquanto no mercado tende a prevalecer um humor geral de lamento e desalento, aqui na Dynamo é tempo de redobrar o esforço de análise e escanear com diligência as companhias dentro e fora do nosso portfólio. Além da motivação renovada, enfrentamos o desafio municiados por todo o instrumental analítico que dispomos, as ferramentas tradicionais e também as novas, mais recentemente incorporadas. O “marcador de North”, é certamente uma dessas.

Como o enunciado parece demasiadamente abstrato e conhecendo a sedução dos bons propósitos genéricos, costumamos usar como critério de demarcação a verificação empírica. Em outras palavras, gostamos dos exemplos práticos que dão vida e ilustram os argumentos. Neste caso do indicador de North, é farta a base de dados setoriais aqui e lá fora que mostram esta clivagem no desempenho relativo das companhias durante os ciclos de negócios. Decidimos então revelar um caso próximo. Mais uma vez, com o intuito meramente ilustrativo.

Trata-se de duas companhias nas quais investimos. Ambas atuam no mesmo setor, o varejo de vestuário, o que torna o exercício mais razoável. Uma é uma companhia de grande porte, com uma história mais longa, mais estabelecida (Cia A). A outra apresenta uma história empresarial mais jovem, em plena fase de expansão acelerada (Cia B). Um indicador de performance importante e usual neste segmento é o chamado *same store sales* (SSS), que mede o desempenho

vai se refletir num valuation relativo mais esticado para as boas companhias. E o reflexo do gestor seria realocar o portfólio diminuindo sua exposição a nesses nomes que performaram bem. Por outro lado, a lição northeana sugere menos reflexo e mais reflexão neste momento. De forma contraintuitiva (contrarian) talvez o melhor pay off de longo prazo ainda esteja no grupo de melhor desempenho relativo. Dilema de difícil solução. Vida dura a do gestor!

*Tabela 4 – Same Store Sales – Varejo de Vestuário
Grupo das Companhias mais Jovens*

	2014	1T15	2T15	3T15	4T15
Cia B	25,1%	16,4%	5,7%	14,0%	16,1%
Cia U	1,1%	-11,6%	n.d.	-10,5%	-2,0%
Cia V	16,4%	7,6%	11,0%	5,0%	-10,9%
Cia W	-22,7%	-15,6%	-6,1%	0,1%	0,9%

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMOCOUGAR*		IBOVESPA***	
	NoAno	Desde 01/09/93	NoAno	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%

2016	DYNAMOCOUGAR*		IBOVESPA***	
	NoMês	NoAno	NoMês	NoAno
JAN	-5,8%	-5,8%	-10,0%	-10,0%
FEV	4,9%	-1,2%	7,6%	-3,1%
MAR	22,1%	20,7%	30,8%	26,7%
ABR	8,3%	30,7%	11,1%	40,7%
MAI	-6,2%	22,6%	-13,7%	21,4%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 2.388.338.245

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Fechamento.

das vendas sob uma base de lojas comparáveis, neste caso, trimestre a trimestre. Com isso, eliminamos as distorções na comparação trazidas pelas diferentes realidades de crescimento – abertura de novas lojas – entre as companhias. Nas tabelas das páginas anteriores (tabs. 3 e 4), apresentamos a performance recente de SSS para cada uma destas duas companhias e alguns de seus respectivos competidores no mercado.

Trata-se de um período de dificuldades para o país, onde o setor foi particularmente afetado com a forte contração do crédito ao consumidor concomitante ao encolhimento da renda disponível das famílias. Chama atenção a disparidade entre o desempenho relativo das duas companhias e seus respectivos pares neste período recessivo. A amostra é curta e setorial, mas conhecendo bem as protagonistas e suas raízes, temos boa convicção de que os resultados não são efêmeros. Mais que isso, um raio x de suas engrenagens fundamentais mostra, em cada uma, a coleção completa das qualidades que definimos aqui como desejáveis.

Nosso investimento nestas duas companhias ilustra a oportunidade que momentos como estes podem oferecer para investidores de longo prazo. Vivemos um período particularmente conturbado, um vácuo de indefinições nas políticas públicas que expõe as companhias a um cenário de incertezas e de desorientação no processo de tomada de decisão. Neste ambiente, cresce a probabilidade de os investidores inferirem juízos equivocados sobre o futuro das empresas, daí a dificuldade amplificada em precificar de forma adequada os ativos. Recorrer aos elementos que explicariam o “indicador de North”, ou seja, aquelas pistas que poderiam sinalizar uma maior resiliência na performance das companhias durante este período de provação, surge como ferramenta de análise bastante interessante.

Aliás, este tema da resiliência muito nos interessa. Quem sabe, podemos tratá-lo numa próxima oportunidade.

Rio de Janeiro, 15 de junho de 2016.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720