

Nós

Na Carta anterior, destacamos a posição relativa do Brasil no relatório *Doing Business* do Banco Mundial, ranking que procura medir a qualidade do ambiente de negócios entre os diversos países. Vimos que o descuido do país com este aspecto determinante da competitividade de uma nação pode estar relacionado com a nossa incapacidade de crescer de forma sustentável. Interrompemos nosso argumento com uma inquietação. A despeito de termos estabelecido uma plataforma robusta de escrituração digital, não conseguimos melhorar a vida das nossas empresas, que continuam enfrentando a pior estatística do planeta quanto ao tempo gasto para cumprir com suas obrigações fiscais. Nesta Carta, retomamos a narrativa, ilustrando na prática as dificuldades que nossas empresas enfrentam no dia a dia. Nós autoimpostos, que precisamos desatar.

Em todos os países do mundo, a informatização das relações fisco/contribuinte parece ter permitido às empresas capturar ganhos de eficiência advindos da simplificação das operações do dia a dia. Por aqui, o que se tem verificado é que a implantação da plataforma eletrônica não extinguiu completamente as obrigações anteriores. Ao invés de simplificar, em muitos casos, produziu acúmulo de tarefas. Tomemos, por exemplo, uma empresa de varejo, que atua na maioria dos estados da federação. Além de preencher um arquivo SPED por loja, esta empresa necessita entregar uma GIA (guia de informação e apuração) para cada estado. O SPED chegou, mas a obrigação anterior permanece. Da mesma forma, em alguns estados coexistem a nota fiscal eletrônica ao consumidor, que informa ao fisco a operação em tempo real, além do preenchimento das obrigações de cidadania, que nada mais são do que enviar novamente estas mesmas informações em outro formato. Há redundância na produção de informação. O volume de obrigações aumentou exigindo das empresas a necessidade de fazer cruzamentos para checar consistência no preenchimento dos arquivos, já que o meio eletrônico não tolera inconsistências. A cada módulo adicional de documentação eletrônica, acumulam-se os procedimentos de apuração e declaração das operações.

As empresas têm que informar cada transação para o fisco, de compra e de venda, registrar documento por documento, informar estes dados por consumidor nas obrigações de cidadania, e, ainda assim, por exemplo, se não informarem o CPF do cliente podem incorrer em multa de até dois mil reais, numa transação de dez reais, por exemplo. Todo este

aparato tecnológico captura uma enorme quantidade de registros digitais que podem ser usados contra as empresas, caso estas incorram em qualquer distração ou lapso nas informações prestadas.

É certo que a inserção digital dos arquivos, com a leitura automática do código de barras, reduziu expressivamente o tempo gasto com os preenchimentos manuais anteriores. Em compensação, os gastos adicionais com sistemas em muitos casos superam a economia de custos com trabalho. Dada a enorme complexidade da nossa legislação, não existe hoje um ERP que atenda todas as necessidades. Os sistemas especialistas não conversam fluentemente com os softwares abrangentes como ORACLE e SAP. Estudo da Deloitte indica que o custo com pessoal dedicado, sistemas e consultorias para apurar e recolher impostos no Brasil se situa em média em torno de 3,5% do faturamento das empresas pequenas, 0,5% das médias e 0,2% das grandes. Na indústria de transformação, a Fiesp estimou este mesmo custo em 1,16% da receita líquida das empresas, divididos entre 0,77% com funcionários e gestores ligados à área tributária, 0,31% com obrigações acessórias, softwares e serviços de terceiros e 0,08% com custo judicial, especialmente advogados. Para cada R\$ 100 de tributos pagos pela indústria de transformação em 2012, gastaram-se, em média, outros R\$ 6,49 com a burocracia para pagar tais tributos (Fiesp, 2013). O aumento da informatização também não implicou em redução do número de tributos, nem da carga tributária do país. Ao contrário. Na época da Carta Dynamo 61 (1T2009), tínhamos 85 tributos em vigor no Brasil – entre impostos, contribuições, taxas e contribuições de melhorias. Hoje, a lista monta 92. A carga tributária que era de 33,1% sobre o PIB em 2009, atingiu 35,4% em 2014.

Se esta mesma empresa que atua no comércio varejista possui um centro de distribuição (CD) localizado em estado que tribute o ICMS por substituição tributária, as complicações se exponenciam. No CD, o varejista acaba desempenhando o papel do substituto tributário, recolhendo sobre uma margem presumida, um percentual definido pelo fisco de cada estado. Sendo assim, além da GIA-ICMS, o varejista deve preencher a GIA-ST, também para cada mês de referência e para cada inscrição estadual. Se o CD estiver em São Paulo, por exemplo, tem que recolher o ICMS substituição tributária para o estado de SP e, se o produto for transferido para venda no RJ, tem que recolher o ICMS como substituto tributário novamente, mas para o Estado do RJ, o que demanda pressão

no fluxo de caixa, sem falar na necessidade de complicados procedimentos para restituição dos valores recolhidos em duplicidade (obrigação de restituir junto à SP, pois a venda não ocorreu em SP e sim no RJ). Tamanha complexidade impõe óbvia sobrecarga nos custos logísticos. Ora são as empresas preferindo realocar mercadorias entre CDs, ora é o tráfego de caminhões cruzando fronteiras estaduais, passeando com notas fiscais, ora são investimentos em ativos fixos em lugares inóspitos. É o tal do ‘manicômio tributário’ prevalecendo sobre a lógica econômica.

O federalismo fiscal descoordenado alcança também os municípios, cada qual com seus próprios formulários, sem qualquer uniformização. A ideia é buscar padronização com a implantação da NFS-e (nota fiscal de serviços eletrônica), ainda em fase de desenvolvimento.

Em nível federal, as DCTFs – declaração de débitos e créditos tributários federais – têm que ser entregues mensalmente abrangendo todos os impostos federais. As contribuições (PIS/COFINS) também vêm sofrendo aumento no nível de exigência, sendo as empresas declarantes obrigadas a informar todos os documentos que serviram de base de dados para os respectivos créditos e débitos. As exigências seguem proliferando. Para os varejistas que possuem cartão próprio, alguns estados exigem discriminar o quanto se vendeu no cartão. Mais redundância.

Se a nossa empresa hipotética no ramo varejista atuasse em 20 estados com substituição tributária, através de 300 filiais e digamos 5 centros de distribuição, só em arquivos SPED fiscal e GIAs (ICMS e ST) seriam mais de sete mil arquivos a serem gerados anualmente. No total, serão dezenas de milhares de guias de recolhimento de impostos por ano e aproximadamente um milhão e meio de arquivos digitais de cupons de vendas informados por ano.

Olhando em perspectiva, os avanços na escrituração eletrônica ainda não trouxeram todos os benefícios esperados para as empresas. Importantes no combate à informalidade e à sonegação, de fato melhoraram a posição competitiva das empresas formais. Por outro lado, sob a ótica de simplificação e melhoria do ambiente de negócios pouco se sentiu. Na prática, o programa esteve a serviço dos propósitos da burocracia, expandindo seu poder de controle sobre as empresas e aumentando a eficiência da arrecadação. Curiosamente, a própria receita federal assim percebia a iniciativa:

“Na mesma linha das ações constantes do PAC que se destinam a remover obstáculos administrativos e burocráticos ao crescimento econômico, pretende-se que o Sped possa proporcionar melhor ambiente de negócios para o País e a redução do Custo Brasil, promovendo a modernização dos processos de interação entre a administração pública e as empresas em geral, ao contrário do pragmatismo pela busca de resultados, muito comum nos projetos que têm como finalidade apenas o incremento da arrecadação”.

Pelo visto, algum elemento estranho interpôs-se no caminho, desviando esses bons propósitos precisamente

na direção de onde se pretendia evitar. Instrumentalizada a tecnologia, a mentalidade burocrática ‘analógica’ segue prosperando na era digital. O país se moderniza, sem avançar. Produz trabalho sem rendimento. Pedala uma bicicleta sem corrente.

O critério ‘obtido alvará de construção’ é outro tópico do Relatório *Doing Business* onde nosso desempenho tem sido sofrível. No último ranking, aparecemos em 174º lugar entre 189 países. Aqui se investiga o tempo gasto, o custo e o número de procedimentos para se construir um imóvel comercial. No Brasil, foram identificados 19 procedimentos – licença para construção, obtenção do termo de responsabilidade técnica, certificado do corpo de bombeiros, habite-se, registro do imóvel, licença de operação, e por aí vamos. Para cada um deles estima-se o tempo e custo associado. Como nos demais critérios, a fim de obter dados comparáveis em todos os países, segue-se uma metodologia padrão para cada tópico a ser medido. Por exemplo, assumem-se características bem definidas para o estabelecimento comercial a ser registrado (finalidade, tipo de construção, dimensão do terreno e área construída, número de pavimentos, localização, acesso, valor do imóvel, conexões de água e saneamento), assim como para a sociedade detentora do imóvel (limitada, 5 sócios detendo 100% do capital, 60 funcionários, sendo ao menos um engenheiro), para mencionar alguns deles.

Entre os três subitens, onde apresentamos pior desempenho foi no número de dias necessários para concluir toda a burocracia de obtenção de licenças e registros: 426 dias, a frente apenas do Chipre (677), Camboja (652), Zimbábue (448) e Barbados (442)¹.

De fato, não é fácil a vida das empresas que atuam no ramo imobiliário no Brasil. As dificuldades começam desde a obtenção dos documentos de titularidade. Os cartórios ainda não são totalmente informatizados. Muitos imóveis não têm matrícula, só transcrição das transmissões, ainda no regime antigo. Neste caso, o empreendedor precisa fazer uma ampla checagem. Como os imóveis não são georeferenciados, é comum termos áreas coincidentes com os vizinhos. O processo de gerar matrícula de titularidade é todo cheio de obstáculos.

Mesmo no caso dos imóveis com matrícula regularizada, é preciso cautela. Alguns escondem problemas anteriores com o título de propriedade, como uma venda fraudulenta. Não basta conhecer o dono, obter o registro de titularidade, é preciso muitas vezes solicitar certidão vintenária, ou quinquenária até, mapear toda a história pregressa a fim de evitar surpresas. Na região Norte, por exemplo, é muito comum haver várias propriedades para um mesmo imóvel.

Os aspectos ambientais são outra área onde as empresas enfrentam grandes embaraços. As prefeituras costumam

¹ Como novidade neste ano, o Relatório levantou dados de duas cidades em onze países, entre os quais o Brasil. Neste critério, São Paulo contabilizou 400 horas e o Rio 467 horas, melhor apenas do que Chipre e Camboja.

solicitar laudos dos órgãos ambientais estaduais – Cetesb em São Paulo, Inea no Rio – a fim de levantar o histórico do imóvel, as atividades anteriores, e gerar a avaliação dos chamados ‘contaminantes’. As empresas reclamam que os órgãos estaduais carecem de sentido de urgência. As demandas são longas, as respostas lentas. O processo pode levar de seis meses até dez anos, nos casos mais complicados. Envolve inúmeras exigências, como, por exemplo, a necessidade de fazer poços de monitoramento dos aquíferos. O proprietário do imóvel deve promover as chamadas “campanhas”, sendo responsável pela contratação de empresas credenciadas junto aos órgãos ambientais a fim de avaliar e controlar a presença de substâncias não desejadas (enxofre, benzeno, cloretos, etc.). A execução das obras ou de qualquer serviço de engenharia requer a emissão do laudo ART – anotação de responsabilidade técnica – efetuado junto ao Crea.

A fim de ‘agilizar’ os trâmites dos processos, os órgãos estaduais criaram os ‘portais de licenciamento’, onde o empreendedor encontra uma cartilha com o itinerário dos procedimentos necessários para a obtenção das licenças. O site do Inea-RJ, por exemplo, lista 34 ‘documentos gerais’ – a serem obtidos junto ao próprio Inea e a outros órgãos (Ibama, Crea, Receita Federal, Junta Comercial e Cartório de Registro Civil). No item ‘formulários e roteiros’ encontramos 58 exigências. Em ‘legislação e normas’ são 331 atos regulatórios, entre diretrizes, instruções técnicas, normas, resoluções, etc. No site da Cetesb, no item ‘legislação estadual (parcial)’, aparecem outras 438 diretrizes normativas a serem observadas em São Paulo. Além da legislação federal, as empresas de maior porte, que atuam em diversas regiões do país, precisam lidar com esta infinidade de particularidades regulatórias estaduais, sem falar nas inúmeras exigências municipais.

Nos empreendimentos de maior porte, a complexidade aumenta exponencialmente. Há que se considerar os impactos viários, sobre o tráfego, sobre a vizinhança, questões de ruído e sombreamento, etc. Em alguns casos, impõe-se como contrapartida a necessidade de ação mitigadora, formalizada na assinatura de um termo de ajustamento de conduta (TAC) através do qual o empreendedor se compromete efetuar alguma ação urbanística compensatória, seja abrir uma via, construir uma passarela, um estacionamento, etc. Não há uma regra objetiva para o estabelecimento destas compensações. Em muitos casos, as exigências surpreendem os próprios empreendedores, chegando a 5% do custo da obra, estressando o orçamento dos projetos. A falta de objetividade nos textos normativos acaba deixando as empresas vulneráveis às interpretações subjetivas dos técnicos das prefeituras. Estudo da Booz&co estima que o custo da burocracia para construção e aquisição da casa própria no Brasil chega a 12% do valor final do imóvel, cerca de R\$ 18 bilhões/ano, levando o dobro do tempo necessário.

A experiência comparada indica que um sistema de zoneamento urbano com regras claras e bem definidas facilita o processo de aprovação de licenças, o crescimento do mer-

cado imobiliário, afetando positivamente o desenvolvimento econômico de uma nação. Por outro lado, uma regra de planejamento urbano excessivamente restritiva e complexa produz o efeito contrário, limitando a oferta de imóveis e aumentando os preços dos mesmos. Por aqui, parece que ainda não levamos a sério esta questão. Ao contrário. Até onde sabemos, nossa língua é a única onde a palavra zona (derivada de zoneamento) adquiriu denotações mais prosaicas.

O Brasil é um país com longa tradição burocrática. O Estado patrimonialista, assentado em raízes históricas, tomou para si papéis comumente desempenhados pela sociedade civil em outros lugares. Regimes políticos se alternaram, mas a visão do Estado provedor sobrevive e se expande. Na experiência democrática recente (últimos trinta anos), um expediente político predominantemente oportunístico continuou prometendo bem estar social em troca da moeda do voto. Quanto maior o Estado, mais sedutora a promessa, maior a base política que sustenta o próprio Estado. Difícil interromper esta engrenagem que se autoalimenta. Resultante colateral: uma máquina de Governo densa, uma burocracia hiperbólica.

O excesso de regulação e a burocracia dispõem obstáculos perversos no caminho da atividade empresarial. Concentramos a análise acima nos custos diretos que recaem sobre as empresas do país, dando textura prática àquela incômoda estatística relativa, capturada no ranking quantitativo do Banco Mundial. Mas há também os danos indiretos que afetam a economia como um todo, reconhecidamente através da redução do nível de investimento, da deterioração da capacidade de alocar recursos de forma eficiente e da perda de dinâmica produtiva. Isso sem falar nos produtos associados: corrupção e informalidade.

Sabemos da dificuldade em se desmontar o mecanismo descrito acima. O fato é que o país poderia perfeitamente reencontrar uma rota de crescimento mais sustentável, através de uma agenda de política pública endereçada em melhorar o ambiente de negócios, reduzindo nossa sobrecarga regulatória. Outros países já estão neste caminho, como é o exemplo da Suécia, que instituiu uma Agência para enfrentar esta questão².

Como gestores de recursos, nosso papel é mais modesto, embora não menos desafiador. Temos por dever fiduciário cuidar do patrimônio dos nossos cotistas, investindo da melhor forma possível, qualquer que seja o ambiente de negócios. Desprovidos de propósitos normativos, adotamos uma atitude mais cínica. Sendo assim, passamos a enxergar o outro lado deste enredo. O mesmo excesso de regulação que impõe custos e dificuldades às empresas representa uma proteção aos seus negócios. Constitui barreiras à entrada de novos participantes. Se os custos de fazer negócios são altos para as empresas estabelecidas, podem tornar-se desencorajadores e

² Trata-se da Agência para Análise de Políticas de Crescimento, comissionada pelo governo sueco, que tem entre seus objetivos “avaliar os efeitos da redução dos custos administrativos, analisar os efeitos das regras e como a estrutura regulatória impacta a produtividade das empresas”.

Tabela 1 – Mercado de Cerveja - Dados de 2011

	Alemanha	França
Consumo total (milhões hectolitros)	91,2	20,1
Consumo Per Capta (litros)	111	32
Receita Total (US\$ bi)	7,8	3,1
Receita Liq por Hectolitro (US\$)	85	155
Margem EBIT	9%	23%

Fonte: Platou e Bernstein Research

até proibitivos para um novo entrante. Neste sentido, o Brasil é um dos países mais isolados de competição, mais seguros para as empresas estabelecidas.

São diversos os empecilhos que refreiam uma maior competição. Há aqueles interpostos pelas próprias companhias. Escala, efeito de rede, domínio do canal de distribuição, alto custo de substituição (*switch cost*), vantagens absolutas em custo, diferenciação de produtos. Outros bloqueios são erguidos extra-muros, e acabam ajudando as empresas já maduras. Tarifas e barreiras não tarifárias, infraestrutura logística precária, excesso de regulamentação, especificações, aprovações, licenças. Não é à toa que vemos pouca presença de *players* internacionais nos dois setores descritos acima, varejo e desenvolvimento imobiliário, onde nossas idiosincrasias tributárias/regulatórias parecem invencíveis.

Princípio basilar da dinâmica capitalista, os lucros tendem a se normalizar. Em tese, o excesso de retorno funciona como isca para novos empreendedores. O aumento da oferta decorrente reduz a escassez relativa, reequilibrando o mercado. Daí a perplexidade dos economistas em torno do fenômeno conhecido como “persistência de lucros”. Como explicar que setores e empresas consigam manter margens altas por tanto tempo? Estudos empíricos acadêmicos denunciam precisamente a carga regulatória como um dos responsáveis pela persistência de lucros nas empresas incumbentes (Eklund e Desai, 2013). Ou seja, o excesso de regulamentação inibe a competição preservando a rentabilidade dos *players* estabelecidos. Não precisamos de tanta econometria para concluir na mesma direção. Sabemos por experiência prática, o dia a dia das empresas é uma busca intermitente por diferenciação e sobrevivência. De acordo com o diagnóstico descrito acima, há duas formas de uma companhia manter-se à frente da concorrência. Correndo mais rápido sempre – o que exige uma rara capacidade de inovação e até de reinvenção do modelo de negócios – ou, conquistada uma vantagem, erguer barricadas para que as demais não a alcancem.

Em países com um setor público extenso, a burocracia tende a ganhar agenda própria, ou pode ser capturada pelo interesse particular de segmentos privados. Seja como uma consequência não intencional de iniciativas de gestão

pública com bons propósitos na origem, ou como resultado de intervenções deliberadas, o excesso de regulamentação acaba criando empecilhos à livre competição, favorecendo os participantes estabelecidos.

Regra geral, onde a competição é menor, há mais leniência no ambiente corporativo. Emperram-se as manivelas do processo de destruição criativa. Encasteladas, as empresas investem menos. Os retornos tendem a ser maiores. Um ambiente de menor competição favorece as empresas já consolidadas.

Há dois anos, em nossa Carta do Dynamo Fund de outubro de 2013, analisando o mercado de cerveja, nosso time em Londres ilustrava precisamente o argumento. Cerveja é um negócio de presença local, onde distribuição e marketing são fundamentais. Em ambos os aspectos, tamanho é documento. Atingida uma escala razoável, difícil uma companhia ser destronada sem que o competidor não perca muito dinheiro por muito tempo. Quatro grandes *players* internacionais praticamente dominam os principais mercados do Ocidente.

A partir da Tabela 1 acima, provocávamos nosso Leitor através da seguinte indagação: em quais dos dois mercados o pool de lucros do setor seria maior, na Alemanha ou na França?

A resposta, de certa forma contra intuitiva: praticamente iguais, em torno de US\$ 700 milhões. Apesar do volume, receita e consumo per capita mais expressivo, o mercado alemão apresenta uma competição bem mais intensa do que o francês. Na altura, oito *players* detiam 54% de participação, enquanto que na França 77% do mercado era dominado por apenas três cervejarias. A competição impõe descontos em preços e maiores gastos – em propaganda, por exemplo. Isto se reflete em menores receitas por hectolitro e menores margens operacionais para os *players* alemães, a despeito da preferência nacional pela cerveja no país.

Outro exemplo, o setor de cimento, que também é um negócio com características locais. O produto é perecível e a usina demanda proximidade geográfica com as fontes de matérias primas. As plantas industriais próximas às minas de insumos (calcário, minério de ferro e gipsita) e, ao mesmo tempo, não distantes do mercado consumidor apresentam

Tabela 2 – Mercado de Cimento - 2014

Companhia	País	Participação de Mercado %	Posição de Mercado no País	Participação dos 3 Maiores Players	Ebitda/ton US\$
Cemex	México	42%	1º	79%	61,23
Argos	Colômbia	50%	1º	94%	59,52
Votorantim	Brasil	36%	1º	64%	48,28
Oyak	Turquia	16%	1º	36%	21,70

Fontes: Diversas. Companhias, Associações Setoriais, Bancos de Investimentos.

ampla vantagem competitiva. Assim como a cerveja, cimento viaja mal, importações costumam ser marginais. Vejamos então a Tabela 2 acima:

Colômbia, México e Brasil são mercados concentrados, onde o principal player possui expressiva dominância de mercado. O que se traduz em melhores resultados operacionais, capturados na métrica ebitda/ton. Turquia é um mercado bastante fragmentado para os padrões da indústria. Os três maiores participantes possuem 'apenas' 36% do mercado, os sete maiores 63%. Consequência: o líder de mercado apresenta um ebitda/ton bem inferior aos seus pares fora. Sabemos que outros elementos, que não apenas o número de participantes, afetam a dinâmica competitiva das indústrias. Por exemplo, o padrão de utilização de capacidade (cimento) ou o mix de preferências entre os consumidores (cerveja). Ainda assim, o grau de concentração costuma ser um termômetro confiável do nível de competição intra setorial.

O mercado de cerveja na Alemanha e o de cimento na Turquia são exceções. A regra nestas duas indústrias é a concentração, dadas as características descritas acima. O curioso é que em ambos os casos, iniciativas regulatórias podem ajudar a explicar parte desta excepcionalidade. A chamada Lei de Pureza da cerveja alemã (*Reinheitsgebot*), inicialmente instituída na Bavária no início do século XVI, determinou que os cervejeiros utilizassem apenas água, cevada e lúpulo na produção de cerveja. Dizem que o intuito inicial do decreto real era o de evitar o uso do trigo na fabricação de cerveja, a fim de não concorrer com a produção de pão. Na prática, acabou banindo o emprego de outros ingredientes, alguns deles usados como conservantes por fabricantes de outras regiões. Dificultados a armazenagem, o transporte e a penetração de produtores externos, o mercado de cerveja na Alemanha adquiriu uma característica ainda mais local, contribuindo para formatar uma tradição de organização produtiva mais fragmentada.

Já na indústria cimenteira turca, a regulação determina um limite máximo de participação de 25% do mercado. Como visto na tabela acima, é comum em outros países que o principal produtor detenha maior fatia. A Turquia é um mercado pujante, quarto maior consumo per capita de

cimento do mundo, mas por conta da maior competição, os produtores fazem menos dinheiro por tonelada.

Os dois exemplos acima ilustram o outro lado do argumento. Antes, descrevemos como o excesso de regulação atrofia o ambiente de negócios, produzindo entraves à competição e premiando os incumbentes estabelecidos. Agora, decisões regulatórias pontuais acabaram gerando maior competição. Num caso, como consequência não intencional – a Lei da Pureza na Alemanha visando evitar o uso competitivo da matéria prima, acabou fragmentando a produção na indústria de cerveja. No outro, como iniciativa deliberada, através da qual as autoridades turcas buscaram evitar a concentração no mercado de cimento.

O Brasil é um país fechado e protegido. Parte desta proteção se dá pelo excesso de regulação e pela exagerada complexidade do nosso ambiente de negócios. Em muitos setores, a concentração de mercado é alta. Poucos players capturam grande participação. Estas companhias líderes desfrutam a dupla vantagem da escala e da menor competição.

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até julho de 2015

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	100,5%	0,6%	-24,7%
36 meses	42,3%	4,1%	-9,3%
24 meses	31,5%	6,9%	5,5%
12 meses	18,8%	-7,2%	-8,9%
No ano	17,0%	2,7%	1,7%

Valor da cota em 31/07/2015 = R\$ 534,3011

DYNAMO COUGAR x FGV-100 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	DYNAMOCOUGAR*		IBOVESPA***	
	NoMês	NoAno	NoMês	NoAno
JAN	-2,7%	-2,7%	-6,4%	-6,4%
FEV	0,1%	-2,7%	1,7%	-4,8%
MAR	-6,1%	-8,6%	-11,0%	-15,3%
ABR	10,4%	0,9%	17,8%	-0,2%
MAI	-4,9%	-4,0%	-11,6%	-11,8%
JUN	2,4%	-1,7%	3,1%	-9,1%
JUL	-6,8%	-8,4%	-12,4%	-20,4%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 2.228.406.907

(*) 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.

Isso se traduz em retornos maiores. Como evidência, o fato de que em vários setores as companhias por aqui apresentam margens mais altas do que seus pares lá fora.

Não por acaso temos em nosso portfólio alguns investimentos com estas características. Trata-se de companhias estabelecidas, maduras em seu ciclo de vida. Sobreviventes, souberam encontrar o caminho do crescimento em um ambiente muitas vezes hostil à atividade empresarial. Hoje, são líderes em seus respectivos mercados, desfrutam das vantagens da escala, oferecem produtos/serviços de qualidade, dominam os respectivos canais de distribuição. Acumulam a experiência da tecnologia de gestão e de processos. Sabem o que funciona e o que não funciona, acertam mais do que erram. Lojas Renner, Cielo, Itaú-Unibanco e AB Inbev/Ambev podem ser lembrados como principais representantes deste grupo.

Sabemos que o excesso de retorno e a persistência de lucros são exceção e não a regra. Na economia, a força universal da gravidade atua na direção da reversão à média e da equalização de rentabilidade. Há casos em que as barreiras extra-muros quando derrubadas acabam expondo as fragilidades de um modelo de negócios artificialmente protegido, como animais de cativeiro expostos repentinamente à vida selvagem. Não é o caso das companhias acima, que souberam aproveitar suas posições de liderança para desenvolver atributos que lhes asseguram vantagens competitivas sustentáveis. Ainda assim, alterações no padrão da regulação ou transformações que simplifiquem o ambiente de negócios podem reverberar até nessas empresas. Daí nossa contínua diligência na tarefa de acompanhamento destes investimentos. Afinal, tal disposição faz parte do nosso *modus operandi*. Atuamos numa indústria – de gestão de recursos – sem qualquer barreira à entrada, onde a realidade diária dos novos *players* exige dedicação permanente dos mais ‘antigos’.

Rio de Janeiro, 31 de agosto de 2015.

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