

Fragmentos

“Investir consiste na atividade de prever o rendimento de um ativo ao longo de sua vida útil, especular consiste em tentar prever a psicologia do mercado”. O enunciado clássico de J. M. Keynes inaugurou uma tradição de boas reflexões sobre as possíveis maneiras de classificar investidores no vasto ecossistema dos mercados. A distinção esquemática em dois grandes grupos resiste ao tempo e ainda se prova adequada.

Por um lado, há aqueles que veem o preço dos ativos como um fim em si mesmo. Sendo a única realidade que importa, o preço é ao mesmo tempo a origem e o registro final de qualquer *trading*. Ele determina a razão de ser de toda atuação no mercado: a busca por oportunidades de arbitragens. Sendo assim, cabe ao participante, como estratégia válida, buscar pistas que possam indicar a trajetória dos preços. As ferramentas podem ser gráficos, algoritmos quânticos, fluxos ou inferência sobre a psicologia dos demais participantes. No outro grupo, preços são vistos como epifenômenos. Refletem instâncias escondidas que os determinam. Preços seriam hiperlinks que dão acesso à imensa realidade dos fundamentos. Aqui, o que realmente importa é o valor dos ativos, que pode ser examinado através de diversas lentes: diferentes horizontes de tempo, abordagem macro, setorial, ambiente competitivo, foco nas companhias e seus inúmeros domínios – gestão, estratégia, gente, tecnologia, incentivos, contratos, e por aí vamos.

Como sabem nossos leitores, a Dynamo é um espécime integrante deste segundo grupo que compreende uma categoria abrangente dos chamados *value investors*. E para nós o valor das empresas será tão mais alcançável quanto mais granular for o nosso trabalho de análise. Quanto mais percorremos a trilha serrada do conhecimento das diversas instâncias que

compõem a realidade aparentemente inexpugnável das companhias, mais próximos estaríamos da fonte dos fundamentos: onde *insights* sobre valor se originam, onde comportamentos dos preços se determinam.

As narrativas das nossas Cartas refletem estes princípios. Geralmente, são textos onde escolhemos um argumento central para tratá-lo com foco e, sempre que possível, com profundidade. Nesta edição, fugimos ao padrão. Embora tenhamos identificado raízes comuns e elementos conectados, preferimos considerar as diversas dimensões do ecossistema das empresas. São fragmentos de observações em múltiplos domínios. O que talvez justifique o desvio é que a partir deste olhar mais agregado, identificamos uma magnitude de transformações sem precedentes ocorrendo na órbita das companhias. A presunção é que a visão “cubista” do todo possa conferir uma perspectiva diferente, compondo elementos e tornando ainda mais robusta nossa tradicional análise minuciosa e segmentada.

Competição caracteriza-se pela disputa por acesso preferencial a recursos escassos e pelo imperativo de superação das estratégias rivais. A busca por sobrevivência e hegemonia aciona mudanças a todo momento, impondo um desafio contínuo de adaptação. O ambiente corporativo mimetiza os mecanismos evolutivos dos sistemas vivos. Sendo assim, em sua natureza, comporta-se como um processo essencialmente dinâmico.

No regime capitalista genuíno, esta engrenagem jamais estaciona. Está sempre em movimento, que é intrínseco ao modelo. Como observadores do ambiente

empresarial no Brasil nos últimos trinta anos, vemos transformações recentes importantes acontecendo.

Até pouco tempo atrás, as companhias aqui instaladas conviviam em ambientes competitivos mais previsíveis. Um *doing business* complexo, com excesso de normas e instâncias de regulação, acabava oferecendo proteção adicional aos incumbentes, arrefecendo o ímpeto empresarial e insulando o país da competição externa. Neste ambiente, as mudanças ocorrem de forma mais lenta. Os mercados permaneciam fechados e protegidos, circunscritos a um número reduzido de participantes conhecidos, cujos movimentos estratégicos podiam ser antecipados pelos concorrentes sem maiores dificuldades. Tal qual um tabuleiro de jogo de damas, onde o espectro reduzido de iniciativas válidas torna a disputa mais telegrafada¹.

Do lado dos consumidores/clientes, também víamos uma relação mais pacificada sob a ótica empresarial. As companhias dominavam os canais de distribuição dos produtos e detinham controle do acesso aos instrumentos de comunicação. As preferências dos consumidores pareciam bem mapeadas e domesticadas pelas iniciativas de propaganda e marketing. Tãmanha a confiança no domínio das atitudes dos consumidores, que as campanhas de marketing eram desenhadas para transcórrer ao longo de todo o ano, sendo revisitadas apenas no exercício seguinte. As empresas pautavam as tendências, influenciavam escolhas e conseguiam manter cativo seu território de clientes. Se as preferências - que são notadamente mais instáveis e rebeldes - estavam bem assentadas, o que falar dos valores, que as determinam e são mais duradouros.

Internamente, o padrão de organização das companhias ecoava este mundo mais estratificado. Estruturas rígidas e hierarquizadas, regime centralizado de comando e controle, organogramas verticais,

escritórios fisicamente compartimentados, planos de carreira padronizados, meritocracia baseada em senioridade. As orientações do “planejamento estratégico” percorriam um longo caminho, escorrendo degrau abaixo pelos diversos *layers* gerenciais, mas o fluxo de informação da inteligência distribuída da base quase nunca vencia a gravidade no sentido contrário. Em um ambiente mais controlado, a velocidade de resposta contendo percepções acerca da experiência do colaborador na ponta ou do cliente final não era prioridade. Técnicas de gestão desenvolvidas lá atrás, como Qualidade Total, Orçamento Base-Zero e PDCA (do inglês, planejar, fazer, controlar e agir) volta e meia eram recicladas, mas sempre dentro do mesmo escopo de processo de gestão linear e *top-down*.

Decorrência lógica destes e outros elementos dispostos – país fechado, mercados protegidos, estruturas oligopolizadas, capital escasso, espírito empreendedor contido –, vivíamos em um ambiente de competição atrofiada e pouca inovação, onde as mudanças eram discretas, lentas e mais previsíveis.

Eventos mais recentes catalisaram transformações importantes que desenharam hoje um quadro bastante diferente da realidade descrita acima. A seta do tempo parece se acelerar e fenômenos ocorridos nos últimos cinco anos provocam alterações no ambiente corporativo não verificadas nos trinta anos anteriores. De forma esquemática, agrupamos esses elementos em duas categorias abrangentes: “transformação digital” e “pandemia”. Por falta de inspiração, reconhecemos que as denominações não são precisas e necessitam de qualificações.

“Transformação digital” virou expressão corriqueira. De fato, trata-se de um fenômeno que adquire múltiplas formas e se manifesta em diversos domínios. Nós mesmos, tratamos de aspectos distintos em diferentes Cartas Dynamo. Falamos da transformação digital como o avanço extraordinário da tecnologia digital, notadamente nas vertentes da capacidade de processamento e da infraestrutura do tráfego que permitiram criar um mundo interconectado (Carta Dynamo 94). Falamos da transformação digital sob a lógica da estrutura, da dinâmica e das propriedades das redes (Carta Dynamo 95). Falamos do modelo de negócios que incorpora a expressão mais aguda da transformação digital no

¹ *Infelizmente, no aspecto de facilitação do ambiente de negócios, os progressos foram bem mais lentos do que gostaríamos, e hoje ainda seguimos perseguindo uma agenda de reformas microeconômicas básicas e fundamentais para o país. Já no lado macro, sabemos bem que sustos e incertezas jamais nos faltaram. Sofríamos, e continuamos sofrendo, com os reflexos amplificados das crises externas, com nossa pouca maturidade político-institucional, com uma fragilidade fiscal crônica e com a permanente desconfiança na capacidade da nossa moeda em absorver todos esses choques.*

ambiente corporativo: as companhias-plataforma (Carta Dynamo 96). Descrevemos os desafios que o investidor de longo prazo enfrenta no trabalho de análise das companhias regidas sob o paradigma da transformação digital, ilustrando o caso do Mercado Livre (Cartas Dynamo 97 e 98). Dissecamos as vicissitudes técnicas do percurso sinuoso da transformação digital das companhias no que diz respeito às estruturas de TI e à direção da computação em nuvem (Carta Dynamo 106) e finalmente consideramos como a transformação digital pode contribuir para que as companhias superem seus limites naturais de crescimento (Carta Dynamo 108).

Agora, vamos tratar da transformação digital como a maneira pela qual a integração da tecnologia digital infunde as diversas realidades corporativas, resultando em mudanças fundamentais na forma como as companhias operam e entregam valor para seus clientes.

“Pandemia” é uma denominação mais imprecisa ainda. Também já tratamos anteriormente de aspectos específicos do vírus, da doença e de sua perspectiva epidemiológica (Carta Dynamo 102). Agora, “pandemia” representa as repercussões cognitivas, comportamentais, psicológicas e sociais que observamos ao logo deste último ano extraordinário e surpreendente na vida das pessoas. Tudo isso, naturalmente, sob a ótica circunscrita da realidade das empresas. Então, estaremos tratando dos indivíduos enquanto consumidores, colaboradores, fornecedores e acionistas. O confinamento prolongado, o convívio com a incerteza, o temor pela saúde e pelo emprego, o olhar obrigatório para o outro (que pode salvá-lo ou infectá-lo). Tudo isso amadureceu reflexões e catalisou iniciativas. Não é à toa, por exemplo, que se observa uma maior preocupação com os efeitos das externalidades negativas da atuação das companhias, quando as questões climáticas, de biodiversidade e desigualdade finalmente adquirem a relevância que merecem.

O roteiro desta Carta, portanto, é bem despretensioso. Listamos como, em nosso ver, a combinação destes dois grupamentos de elementos de natureza distinta, mas que se encontram e se entrelaçam, aciona mudanças importantes em diversas dimensões da vida das companhias e do ecossistema que orbita em torno delas. Jamais experimentamos um espectro

tão grande de implicações fundamentais acontecendo ao mesmo tempo. Como corolário, o desafio para o investidor de longo prazo que necessita avaliar as intensidades relativas e as forças resultantes deste emaranhado de novidades apresenta-se inédito e imenso.

Dimensão cliente/consumidor

As mudanças nos padrões de preferências dos consumidores são evidentes e se manifestam em vetores diversos: o que querem consumir, como querem consumir, onde querem consumir, por que e se querem consumir. Coerente com evidências empíricas e estudos comportamentais, em ambientes de maior incerteza e medo os indivíduos se tornam mais conservadores em suas hierarquias de necessidades. No reflexo da pandemia, antes das transferências dos governos chegarem aos seus bolsos, as pessoas passaram a consumir relativamente mais itens essenciais e reduziram os acessórios. Tornaram-se mais eletivas, sensíveis a preço e à disponibilidade. O consumo de impulso também arrefeceu, dado que este tipo de comportamento ocorre com maior intensidade nas lojas físicas do que nos *marketplaces* digitais. Adicionalmente, o risco de contágio e o confinamento provocaram uma redução sem precedentes nas interações físicas. Evitando o contato pessoal, consumidores optaram por quem pudesse oferecer canais alternativos para o suprimento de suas demandas, passando a incluir critérios de asseio e segurança em suas escolhas de compras. A combinação de elementos inéditos provocou uma aceleração sem precedentes das compras online e ao mesmo tempo a convergência dos canais online e offline, a omnicanalidade. O setor de varejo experimentou em alguns meses um crescimento de penetração do online esperado para dez anos. Jamais se disponibilizou em tão pouco tempo um espectro tão amplo de modalidades para viabilizar o ato de compra: *delivery*, *drive thru* com agendamento online, pedido online e retirada na loja (*click and collect*), compra online e troca na loja, compra online atendida com produtos exclusivos das lojas, cliente na loja tendo acesso a todo o sortimento online (prateleira infinita), envio a partir da loja, pesquisa/atendimento personalizado na loja e compra online, compra online e promoção na loja, enfim, até itens de mercearia passaram a transitar pelo whatsapp.

Como decorrência, deu-se um deslocamento de tendências jamais visto no mercado de consumo. Mais supermercados, menos restaurantes. Mais itens de casa, menos lazer e diversão externa. Mais viagens de carro, menos de avião. Mais cursos online, mais telemedicina. Mesmo dentro dos segmentos, preferências se movimentaram: cuidado pessoal aumentou, maquiagem diminuiu. Lealdade às marcas sofreu abalos. Pesquisas mostram que 75% dos consumidores norte-americanos experimentaram uma nova loja, marca ou um meio diferente de compra durante a pandemia.

Desafio adicional para as empresas é que a mudança abrupta e abrangente nas preferências dos clientes ocorre em um momento em que o digital já vinha transformando radicalmente o relacionamento marca-consumidor. O mundo tradicional monocanal, onde o proprietário da marca detinha a exclusividade do conteúdo e o domínio da comunicação unidirecional foi superado pela multiplicidade de meios da mídia social, pela granularidade sem precedentes da publicidade direcionada do marketing digital e pela realidade da prateleira infinita do comércio eletrônico. O paradigma da comunicação mudou em sua essência. As marcas que insistirem no modelo anterior de controlar o conteúdo da mensagem, arriscam tornarem-se inautênticas e perderem ressonância. Ao percorrer o ambiente da interatividade, as marcas devem necessariamente admitir algum grau de flexibilidade como parte do propósito de tentar ser relevante nos dias de hoje. A comunicação deixou de ser um caminho de mão única e transformou-se em diálogo. Em alguns casos, evoluiu para a dimensão social, quando as empresas conseguem fomentar a formação de comunidades ao redor de seus produtos, o que produz um sentido de pertencimento, aumentando a lealdade de cada consumidor individual.

A ciência da psicologia ensina que em condições normais valores e crenças formatam comportamentos e padrões de consumo. Acontece que em situações atípicas a direção da causalidade pode se inverter e novas experiências positivas eventualmente modificam a nossa forma de pensar e considerar a realidade. A pandemia e a experiência digital inauguraram novas rotinas e hábitos que, se cristalizados, oferecem um horizonte de oportunidades para as empresas. Pesquisas mostram que os consumidores vêm avaliando de forma positiva suas experiências de compra online em novas categorias

e que quando o consumidor começa a comprar uma categoria online seu comportamento passa a ser mais previsível. Uma vez online, a companhia que conseguir aumentar o engajamento terá um consumidor mais leal. Sem falar no *economics superior* que o aumento do engajamento traz com uma melhor relação *lifetime value*/custo de aquisição. Trata-se de um momento único que leva às empresas a oportunidade de posicionar seus produtos/marcas no sentido de reforçar e formatar tendências comportamentais que poderão se perpetuar mesmo quando o evento que as acionou, neste caso a pandemia, não estiver mais presente.

Dimensão organização interna

A transformação digital já vinha produzindo alterações profundas na forma de organização interna das companhias. A pandemia contribuiu para confirmar padrões que já se reconheciam com nitidez, ao mesmo tempo em que serviu para acelerar tendências que apenas se esboçavam. As mudanças reverberam em todos os espaços no interior das empresas e se manifestam de forma diversa. De maneira simplificada, selecionamos como ilustração três vetores/categorias (prioridade, estrutura e disposição) que expressam essas repercussões.

(i) Prioridade – Primazia do cliente/consumidor.

Virou lugar comum afirmar que as companhias voltaram seus modelos de negócios de dentro para fora, quando o consumidor passou a exercer o papel central na jornada de prioridades estratégicas dos executivos. Na verdade, trata-se de uma decorrência direta das transformações que mencionamos anteriormente. No momento em que as companhias perdem o controle dos canais de distribuição e o domínio das ferramentas de comunicação, ao mesmo tempo em que o consumidor percebe que seu portfólio de escolhas pode ser atendido por uma variedade mais ampla de marcas/fornecedores viáveis, não resta alternativa às empresas senão recuperar a conexão direta com seus clientes investindo em relacionamento e conhecimento. Neste ambiente, o balanço de poder trocou de lado. As companhias correm atrás dos clientes empoderados, invariavelmente competindo pela proposta de

valor mais interessante para o consumidor. Em contrapartida, procuram estabelecer novos vínculos de fidelização, de preferência através de um modelo de receitas que promova recorrência. E assim, e não poderia ser de outra forma, a experiência do consumidor acaba formatando e orientando toda e qualquer atividade interna. Se o conhecimento mais profundo do cliente tornou-se a receita da vanguarda competitiva, a pandemia, ao chacoalhar a matriz de preferências dos indivíduos, dificultou ainda mais a leitura correta e o posicionamento adequado das empresas.

Há um aspecto sutil, que passa despercebido por aqueles que veem a “primazia do consumidor” como simples *buzzword*. Estritamente falando, digitalizar consiste em converter informação analógica por meio de dispositivos eletrônicos de forma a processá-la, armazená-la e transmiti-la através de circuitos, equipamentos e redes digitais. Como a unidade básica do trabalho de digitalização é a informação, o perigo nesta travessia resulta em tratar todo o processo como uma questão de teor exclusivamente técnico, circunscrito aos *tradeoffs* inerentes à decisão de adoção de um novo padrão tecnológico. Não estamos subestimando a relevância funcional destas engrenagens, conforme investigamos detidamente na Carta Dynamo 106. Nada disso. É que ao lado do repertório técnico/quantitativo, a “primazia do consumidor” sintetiza a dimensão humana que deve infundir e orientar o percurso digital. Propósito e premissa da jornada digital consistem em empregar as ferramentas técnicas para conhecer e compreender, estabelecer confiança e empatia, encantar e empoderar. Quando humanizada, o alcance da tecnologia digital, aí sim, torna-se ilimitado. Não por acaso, no nosso entendimento, e a título de ilustração, a Natureza vem obtendo progressos admiráveis em sua jornada digital.

(ii) Estrutura

Migrar a infraestrutura de tecnologia para a nuvem, desenvolver sistemas e aplicativos, integrar as ferramentas digitais aos processos de logística

e distribuição, redefinir o conceito dos espaços físicos são alguns exemplos das mudanças que estão ocorrendo nas estruturas internas das companhias. Cada um destes projetos por si só envolve grande complexidade, todos ao mesmo tempo impõem enorme desafio de execução. As companhias estão forçosamente experimentando regimes de transição de fases, conforme ressaltamos na Carta Dynamo 104. Trata-se de momentos particularmente propícios para revelar instâncias fundamentais para o investidor de longo prazo.

Uma etapa básica neste percurso consiste na integração do desenvolvimento dos softwares com as operações de suporte da tecnologia e de serviço aos clientes. Mais do que apenas um aperfeiçoamento funcional, trata-se de promover uma reformatação na estrutura organizacional e no modelo operacional das empresas, o que alguns consideram uma verdadeira transformação cultural já que supõe mudança de mentalidade e quebra de silos internos. Como descrevemos na Carta Dynamo 106, é preciso migrar de um modelo onde a equipe de tecnologia é vista como responsável apenas pelo suporte das operações e gerenciamento de equipamentos, sendo considerada um centro de custo sob a tutela da austeridade orçamentária do diretor financeiro. No desenho atualizado, os membros do grupo de tecnologia se transformam em desenvolvedores de softwares que escrevem as aplicações em conjunto com os responsáveis pela operação, compondo um time multifuncional que também se encarrega da implantação, tendo um papel central no crescimento da empresa. O ambiente de nuvem demanda este modelo operacional integrado, que simplifica processos e tarefas, permitindo implantações mais rápidas, alocação de recursos mais eficiente, além de refletir em uma maior velocidade de *time to market*. Outra consequência documentada é que este modelo aumenta a efetividade das equipes trazendo maior familiaridade com o produto e melhor entendimento do posicionamento da companhia no mercado.

(iii) Disposição

As companhias já vinham percebendo o valor de uma estrutura organizacional mais horizontal, menos hierárquica, disposta em equipes descentralizadas com poder efetivo de decisão, como sendo um desenho superior, capaz de promover a agilidade tão necessária na arena competitiva contemporânea. Na Carta Dynamo 97, sobre as companhias-plataformas, anotávamos: *o contemporâneo digital vem provocando transformações no comportamento dos indivíduos em todas as suas dimensões de relacionamento: pessoal, familiar, social e, naturalmente, também no ambiente de trabalho, com repercussões na cultura das companhias. São diversos os vetores que influenciam as mudanças. A primazia do cliente faz com que as empresas se voltem mais para fora do que para dentro. A experiência do consumidor formata e orienta as atividades internas. Informação e conhecimento passam a trafegar numa via de mão dupla entre colaboradores e clientes. O ambiente de rede, por definição, é menos hierarquizado. A representação gráfica das redes são círculos, onde os vértices (membros) são pares (semelhantes). Os organogramas das empresas são mais horizontais. Quando a informação flui em tempo real, a hierarquia desaba. A estrutura de comando-e-controle se justifica na presença de assimetria do conhecimento. A emergência da pandemia mostrou a importância de um ambiente de decisão ágil sob regime de elevada incerteza, cuja eficácia depende da capacidade de agregar inteligência coletiva das equipes e habilidade para tratar e interpretar dados. Expôs também a precariedade dos instrumentos tradicionais de rotina de navegação, tais como o orçamento anual e o planejamento estratégico. Em muitos casos, foi preciso promover ampla reconfiguração de processos, organogramas e circuitos internos de informação. Em outros, tornou-se evidente a lacuna de formação. Os relatórios anuais de 2020 exibem de forma agregada um crescimento expressivo em volume de treinamento direcionado para os diversos níveis de colaboradores. Revelam também as iniciativas das companhias em trazer mais diversidade e promover inclusão*

como reflexo do entendimento de que as respostas para desafios contemporâneos passam pelo acesso a repertórios cognitivos e experiências culturais mais abrangentes.

Em paralelo ao esforço na atualização de sistemas, equipamentos, processos, espaços, rotinas e treinamento necessário para adaptar em curto espaço de tempo as equipes às circunstâncias do *home office* e das restrições de contato físico, a nova realidade trouxe desafios inéditos para o exercício da liderança e para a preservação de um ambiente vibrante onde os valores e a cultura da empresa não se diluíssem. Repercussões profundas não se deram apenas na maneira pela qual as pessoas se conectam fisicamente com o trabalho, mas sobretudo emocionalmente. O ambiente e as relações com o trabalho experimentaram alterações sem precedentes. A insegurança com a saúde pessoal e familiar, o isolamento social e a dificuldade para lidar com a condição de disponibilidade potencialmente ilimitada para as demandas profissionais trouxeram stress psicológico sobrecarregando a gestão de RH de muitas empresas. Vencida a experiência do período de transição, colaboradores e empresas se ajustarão ao “novo normal” cujo equilíbrio deverá contar com ingredientes tais como: maior flexibilidade, mais automação/robotização e uma possibilidade de contratação livre de limitações geográficas. Algumas empresas terão mais contratados independentes, outras devem ir na direção oposta aumentando o *insourcing*. De fato, companhias que sentem os efeitos adversos do legado digital estão procurando recuperar o atraso trazendo para dentro de casa uma inteligência inédita em desenvolvimento e programação.

Ou seja, na dimensão interna das companhias a paisagem de mudanças recentes é ramificada, profunda e incomum, inaugurando um espectro inédito de desafios de gestão.

Dimensão mercados e competição

Em Cartas passadas, tivemos oportunidade de explorar aspectos das profundas repercussões da transformação digital no ambiente de negócios. O mundo

digital consiste e expressa-se em sua essência pela conectividade das redes, onde prevalecem ingredientes diversos da lógica econômica tradicional: efeitos de rede, economias de escala do lado da demanda, autoalimentação positiva e retornos crescentes.

Conceitos e pilares tradicionais que sustentam a lógica da competição no ambiente tradicional – barreiras, economias de escala e escopo, *lock-ins*, retornos decrescentes – foram subvertidos. Contra os castelos e fossos da indústria “física”, lembramos que a era digital se municia com catapultas eletromagnéticas de longo alcance que projetam pelo ar inimigos intramuros, além de túneis de fibras óticas subterrâneos dando acesso a compartimentos até então invioláveis. Os líderes de mercado estão nus, os incumbentes vulneráveis. Os canais de acesso aos mercados estão livres, são numerosos (“omni”) e não mais pedagogados. Também não estão restritos apenas aos participantes tradicionais do mesmo setor, mas dispõem-se ao alcance de “forasteiros”. Uma plataforma de e-commerce originada como venda de livros online (Amazon) ameaça varejistas e supermercados. Uma companhia de *streaming* de vídeos originada como aluguel de DVDs (Netflix) desbanca os estúdios produtores de conteúdo, uma fabricante de computadores pessoais (Apple) toma de assalto o rentável mercado de aparelhos de telefonia, um *marketplace* de venda produtos usados tornou-se um potente ecossistema de comércio online, pagamentos e crédito (Meli).

Inéditas também são as velocidades das invasões bem sucedidas, o que dificulta ainda mais a capacidade de resposta dos incumbentes. Invariavelmente, a explicação para a hegemonia dos participantes bem sucedidos no ambiente tradicional apoia-se no acúmulo de processos, controles, rotinas e planejamentos que, à base de inteligência e disciplina, foram conferindo-lhes pequenas vantagens incrementais ao longo dos anos. O paradigma mudou e a competição hoje exige ousadia e agilidade. O digital empurrou a semântica da palavra legado para o outro lado, onde herança virou fardo. “O que nos trouxe até aqui não nos levará adiante”, alertam os linguistas contemporâneos. Daí a encrenca em que se encontram os incumbentes, hesitando na bifurcação do caminho, entre o instinto de preservação e a ameaça de extinção. O ambiente onde se dá o embate das estratégias rivais tornou-se bem mais aberto e dinâmico do que trinta anos atrás. Deixamos o jogo

de damas com peças homogêneas e deslocamentos limitados, passando para o universo de movimentos amplificados e possibilidades exponenciadas do xadrez.

O problema não seria tão difícil para o investidor de longo prazo se a questão fosse simplesmente binária de ter que apontar o vencedor final neste tabuleiro ainda em aberto. O desafio – e a oportunidade – para o investidor diligente é que o mercado atribui a cada momento pesos relativos diferenciados, ao mesmo tempo em que o jogo não será linear, nem será definido em uma ou mesmo em poucas rodadas. Como exemplo, a Cielo que ainda detém 32% do mercado de aquisição, vale hoje menos de R\$ 10 bilhões. A Stone, que chegou outro dia e engoliu 9,7% do mercado, vale R\$ 97 bilhões. O Itaú, com um histórico centenário de crescimento e resiliência, vale R\$ 258 bi, a jovem XP, R\$ 128 bi. O mercado olha para frente, projeta potências futuras e pouco credita conquistas passadas. Sabemos que efeitos de rede criam autoalimentação positiva produzindo um ambiente de retornos crescentes que tendem a amplificar as diferenças entre os competidores. Onde se instalam as plataformas, quanto maior a vantagem de determinada companhia, mais ela tende a se amplificar e onde há efeitos positivos de rede o crescimento leva à expansão do mercado. Ainda assim, o jogo é dinâmico, com ações e reações, as distâncias podem eventualmente diminuir, as forças podem se equilibrar, contragolpes podem ocorrer - ou não. Os *valuations* relativos deverão oscilar, tendo em vista a dúvida crescente sobre o valor das empresas na perpetuidade, dificultando ainda mais a arte de calibrar ao longo do tempo os pesos de cada proposição de investimento na carteira.

Dimensão fornecedores

A gestão da cadeia de fornecedores foi outra área onde ocorreu uma verdadeira revolução nos últimos trinta anos. No passado, o fornecedor era visto como uma ameaça potencial à rentabilidade e à soberania da empresa. O mantra consistia em evitar qualquer tipo de dependência ou excesso de exposição. Na “gestão de compras”, os contratos eram firmados sob uma lógica de rivalidade, onde as negociações buscavam “tomar margem” do outro, medindo forças num jogo de soma zero. Predominava uma mentalidade extrativista. O bom

fornecedor era o redundante, aquele que pudesse ser espremido e/ou substituído sem maiores problemas.

A tecnologia – olha ela novamente – também aqui foi responsável por acionar as engrenagens de uma mudança fundamental. Os códigos de barras, disponíveis desde os anos 70, já haviam trazido a possibilidade de um controle mais efetivo da cadeia, mas foi o surgimento dos softwares de gestão ERP (do inglês, *enterprise resource planning*) dos anos 90 que introduziu o conceito fundamental de integração, estabelecendo as bases para uma mudança de mentalidade na relação com os fornecedores. Nesta visão amplificada, o fornecedor veio para o mesmo lado da mesa, tornando-se em muitos casos mais parceiro do que tão somente rival. Liderados por setores “multinacionais”, como tipicamente o automobilístico, novos conceitos de co-criação, co-produção e co-operação se alastram rapidamente. Inaugura-se a era da logística sincronizada, processos *just in time*, produção enxuta e estoques reduzidos. Decorrência da maior eficiência em custos e da liberação de capital de giro, margens operacionais e retorno sobre o capital empregado melhoram em todo lugar. Em mais um exemplo convincente do poder mágico da tecnologia, o jogo preferencialmente passou a ser de soma positiva. No setor de tecnologia, ainda mais. As companhias mais bem sucedidas foram aquelas que primeiro perceberam a vantagem de abrir suas plataformas aos desenvolvedores externos.

Por outro lado, a gestão dos fornecedores tornou-se mais complexa e o sistema mais *tightly-coupled*. Acontecimentos distantes passaram a reverberar no interior das companhias, diminuindo espaços para erros. A pandemia trouxe à tona o risco sistêmico de cauda provocando paralizações nas cadeias globais. Com o susto, hoje já se fala de um retorno parcial à busca pelo abastecimento local. Reflexo na mesma direção tem sido o despertar para a necessidade de desenvolvimento de inteligência “digital” dentro de casa.

Mais do que simples recurso retórico, metáforas são expressões do pensamento inovativo. Na Dynamo, nós cultivamos as boas metáforas. “Cadeia de fornecimento” é uma das analogias mais prósperas no ambiente das empresas. Acontece que ela lembra os elos horizontais de uma realidade plana. E o mundo hoje tornou-se circular. Modelos de negócios e

diagramas de processos deixaram o formato tradicional de representação da linha do tempo e caixinhas inertes para se transformar em engrenagens circulares que ganham movimento na estética simpática e dinâmica dos *flywheels*. São configurações mais adequadas para expressar um mundo que se enxerga de forma mais sistêmica. Como exercício – e quem sabe prova do nosso esforço de atualização – tentamos reunir os principais fragmentos desta Carta conectando-os através de um esquema *flywheel* (Figura 1).

Quando tudo se interliga, transparência e rastreabilidade tornaram-se propriedades relevantes para qualificar o ecossistema de fornecedores. Na era ESG, o risco de reputação corporativa estende suas terminações nervosas até a ponta final do último fornecedor da, digamos, teia (atualizando a metáfora). De fato, o CPD (*Carbon Disclosure Protocol*, 2020) estima que as emissões de gases efeito estufa da cadeia de fornecedores seriam em média 11,4 vezes maior que as emissões das operações das companhias signatárias. Em alguns segmentos, como vestuário e varejo, o aumento é maior do que vinte vezes. No mesmo relatório, um universo de oito mil fornecedores reportou que US\$ 1,26 trilhão de receitas estariam sob risco nos próximos cinco anos devido a questões relacionadas às mudanças climáticas, desmatamento e insegurança quanto ao acesso à água.

Acompanhando a exposição das companhias, o escopo do trabalho de análise do investidor diligente se amplia em compostas proporções de complexidade e extensão territorial.

Dimensão Acionistas

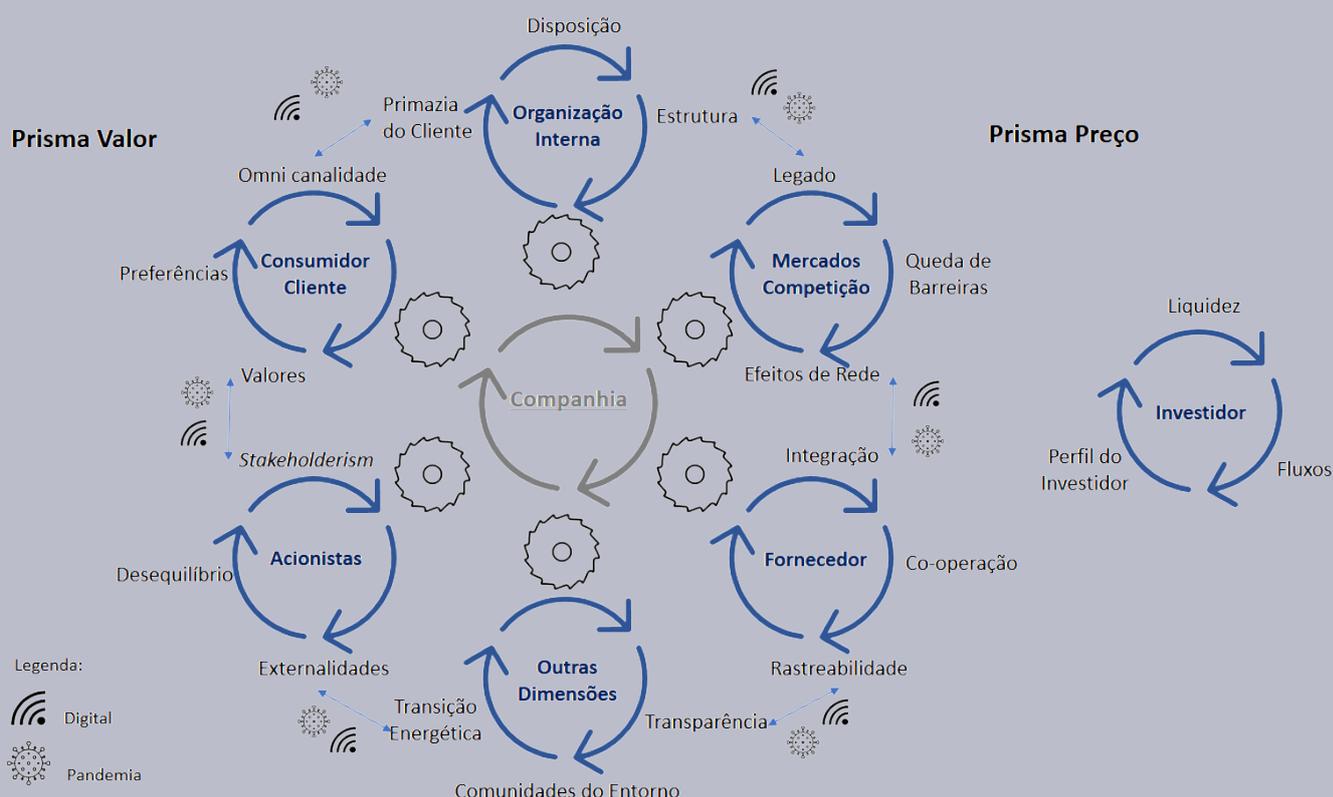
Um dos pilares mais estáveis do ecossistema corporativo nestes últimos trinta anos foi sem dúvida a estrutura de governança. O regime de companhias incorporadas sob ordenamentos jurídicos que ao mesmo tempo acolhem o fim lucrativo e conferem aos administradores incentivos para lograr os objetivos dos contratos sociais impondo-lhes obrigações fiduciárias mostrou-se extremamente exitoso. Foi capaz de reunir recursos competitivos para financiar projetos de expansões empresariais, promovendo inovação e premiando eficiência, com resultados inquestionáveis para o progresso econômico e bem-estar social.

Não há dúvida que este enunciado geral foi sendo animado por um sem número de discussões, litígios, votos, manifestações, pareceres e normativas, entre outros institutos, que conformam o exercício da cidadania societária e o aperfeiçoamento das instituições democráticas. Se o caminho na fronteira da militância foi sinuoso, marcado por avanços sensíveis e retrocessos episódicos, a linha-mestra deste aparato conceitual manteve-se praticamente inabalável, assim como o entendimento de que as companhias deveriam buscar a maior criação de valor possível e que os acionistas seriam os *residual claimers* dos resultados das empresas. Ou seja, caberia a eles o que sobra dos lucros após serem atendidos os direitos dos demais participantes da sociedade. A fim de assegurar ao regime a tão desejada identidade entre maximização de valor para os acionistas e ótimo social, algumas premissas basilares são exigidas: as companhias devem atuar em mercados competitivos onde elas não têm qualquer influência em preços nem em regras e os governos precisam ser capazes de endereçar com rigor as externalidades que eventualmente sejam produzidas.

A estabilidade deste sistema vem sendo questionada mais recentemente, quando também os acionistas parecem não escapar do alcance da onda de *aggiornamenti*. Ao lado dos resultados positivos, existe a percepção de que os pressupostos acima não conversam mais com a realidade do dia a dia das empresas e que na prática as companhias impuseram externalidades aos demais *stakeholders*. Neste contexto de hipertrofia dos acionistas, seria oportuno e legítimo promover um maior equilíbrio de forças na governança das empresas. E aqui verificam-se diversas intensidades nas propostas de mudanças. Alguns argumentam que, se as premissas que justificavam a hegemonia dos acionistas como *residual claimers* foram violadas e os investidores de fato possuem preocupações éticas/sociais genuínas, como parecem indicar as evidências empíricas, então a função objetivo das empresas deveria ser expandida para perseguir o máximo de *bem-estar* – e não de valor – para os acionistas (cf. Hart & Zingales, 2017).

Outros acreditam que as companhias devem considerar os interesses dos demais *stakeholders* como reconhecimento “instrumental”, sem se desviar do

Figura 1 – Diagrama Flywheel – Dimensões do Ecosistema das Companhias



objetivo de maximização de valor de longo prazo para os acionistas. E há aqueles que vão além advogando que o bem-estar dos demais *stakeholders* deve ser perseguido independentemente de seus efeitos sobre o valor dos acionistas. Ou seja, o *stakeholderism* seria um fim em si mesmo e não apenas um meio. Neste caso, os administradores das companhias deveriam servir igualmente a diversos padrões. Declarações de apoio a esta visão mais reformista surgem a todo momento, embora ainda não tenha sido oferecida uma sugestão para endereçar como esse complexo sistema de governança “pluralista” funcionaria na prática. Algumas vezes, no entanto, alertam para os perigos escondidos sob esta “promessa ilusória” da governança dos *stakeholders* (cf. Bebchuk, 2020).

A discussão é longa, comporta diversos matizes, precisa ser qualificada e, portanto, mereceria mais espaço em outra Carta. O que temos observado é que nem todos os participantes do debate, sejam investidores, prestadores de serviço ou companhias, parecem compreender a extensão das repercussões de seus próprios posicionamentos. Sem falar nos casos em que as intenções manifestas não coadunam com atitudes práticas. De qualquer forma, para efeitos desta Carta, registramos que mais um território fundamental na vida do investidor de longo prazo passa por momentos de indefinições, merecendo ser acompanhado com atenção.

Outras Dimensões

Os tempos recentes acentuaram mudanças em diversas outras dimensões com repercussões sensíveis no dia a dia das companhias. Uma melhor compreensão coletiva sobre a gravidade das questões ambientais vem empurrando as companhias para exercer um protagonismo mais efetivo na mitigação do risco climático. Indústrias mais emissoras de gases de efeito estufa precisam se posicionar em relação à transição energética (escopos 1 e 2), da mesma forma em que as empresas expostas à emissão em alguma parte de sua cadeia de valor (escopo 3). Em muitos casos, isso implica em enfrentar *trade offs* relevantes, decisões custosas e de longo alcance, sob grande incerteza.

De mesma forma, cresce a percepção de que as empresas deveriam exercer um papel social ainda mais decisivo, reforçando suas iniciativas assistencialistas nas

comunidades de entorno. Se o mérito do enunciado em um país de desigualdades tão severas não admite discussões, a dúvida orbita novamente em relação à adequada calibragem dos limites destes compromissos: até que ponto eles devem ser assumidos pela iniciativa privada atuando sob pressão de um regime competitivo, e o quanto eles podem causar um efeito indesejável e não-intencional de atrofiar ainda mais uma atuação precária do Estado e tímida da sociedade civil. Outra longa discussão. De qualquer forma, amplia-se o espectro de obrigações e diligências no radar das companhias.

Alguém já definiu “transformação digital” simplesmente como “tudo o que se faz vai se tornar conhecido”. Trata-se de uma característica do mundo atual. As experiências dos clientes viralizam pelas redes, os anseios dos colaboradores chegam rápido aos canais de denúncia, os descuidos dos fornecedores logo atingem a reputação das marcas. Os reguladores estão globalizados, trocam vivências e iluminam antigos pontos cegos. Órgãos de fiscalização se equipam com ferramentas eletrônicas e exercem um controle milimétrico das operações. O digital deixa pegadas. E por elas farejam os hackers, trapaceiros sofisticados que impõem custos permanentes, quando não perdas elevadas às companhias. Nada escapa à curiosidade infinita da mídia social, ao poder quase ilimitado dos influenciadores e aos olhares panópticos dos robôs-algoritmos vigilantes que rastreiam a rede, sem falar da qualidade ampliada do jornalismo investigativo, também mais bem aparelhado digitalmente. Transparência é virtude, e todas estas novidades fazem as companhias serem melhores, ou não. As exigências sobre a administração aumentaram exponencialmente, assim como a variedade de qualificações necessárias. O mapa de riscos com algumas coordenadas cintilantes em um único quadrante transformou-se em um sonar com rastreamento 360° contínuo. Mais riscos exigem mais preparo e mais diligência.

Dimensão investidor

Até aqui, descrevemos as dimensões das transformações no âmbito do ecossistema das companhias, que são o objeto primário do nosso interesse. Se subirmos um degrau e formos para o nível dos investidores,

considerando os elementos que afetam especificamente a dinâmica do mercado de capitais – preços dos ativos, fluxos de recursos, psicologia dos investidores – também observamos ingredientes novos que aumentam ainda mais a complexidade do nosso trabalho de análise.

Os bancos centrais mundo afora já vinham desde a crise financeira de 2008 em um processo de criação de moeda fiduciária sem precedentes. Sucessivos *quantitative easings* empurraram os juros reais e até nominais para níveis insuspeitados. Acontece que este período coincide com o progresso da transformação digital e o digital por definição é deflacionário. A sirene da inflação que historicamente sempre foi um alerta confiável para sinalizar as incontínuas das políticas públicas andou meio desligada. Quando pensávamos que tínhamos atingido os limites do experimento da política monetária expansionista, vieram os pacotes fiscais exorbitantes como resposta à paralização geral das economias provocada pela pandemia. E assim, terminamos o ano de 2020 com sinais difíceis de interpretar em tempos normais. Quedas acentuadas do produto e do emprego, ao mesmo tempo em que a poupança privada cresce e os preços de alguns ativos dispararam. Com a redução forçada do consumo e as transferências generosas do setor público a renda disponível ao setor privado registrou um aumento não visto há muitos anos em diversos países. Ao mesmo tempo, há uma bifurcação clara entre perdedores e vencedores imposta pela segregação digital. Setores mais mão-de-obra intensivos sofrem, segmentos mais digitalizados entram na espiral virtuosa do vencedor-leva-tudo-ou-quase-tudo. As desigualdades tornam-se ainda mais flagrantes, gerando insegurança pessoal, insatisfação social e oportunismo político.

No âmbito micro, o excesso de liquidez trouxe repercussões sensíveis na dinâmica dos fluxos e na configuração dos participantes do mercado, principalmente com o crescimento expressivo da presença do investidor de varejo. São diversas as possíveis explicações: (i) proliferação das plataformas de *trading* e assessorias de investimentos promovendo amplo acesso remoto aos mercados organizados; (ii) mídias sociais permitindo uma divulgação massificada de conteúdo sobre investimento; (iii) redes de relacionamentos viabilizando ações coordenadas entre investidores dispersos com repercussões imediatas e inéditas nos preços dos ativos;

e até circunstâncias inusitadas combinadas a elementos psicológicos mais prosaicos como: (iv) casas de apostas tradicionais fechadas canalizando ânimos especulativos para o *trading online*; e (v) indivíduos confinados, com mais agenda e mais renda disponíveis, buscando alternativas de entretenimento.

Como investidores de longo prazo, estamos mais interessados nos determinantes que afetam as companhias do que nos acontecimentos que movimentam os mercados. Daí a desproporção de espaço dedicado aos dois estratos. Por outro lado, não somos de forma alguma indiferentes às oscilações de curto prazo que podem causar repercussões agudas nas cotas do *Dynamo Cougar*, a exemplo do que ocorreu no pânico da pandemia no ano passado. Embora não pautemos nossas decisões de investimentos em conjecturas sobre a trajetória dos mercados, procuramos mapear os elementos que possam causar efeitos nos fluxos financeiros e na psicologia dos investidores.

Um texto com mais abrangência horizontal do que profundidade vertical talvez não mereça reconhecimento do nosso leitor. Sabemos que cada um dos domínios mencionados requer mais espaço individual, comentários aprofundados, além de ilustrações práticas das iniciativas das companhias. Acreditamos, no entanto, que a opção pela visão panorâmica se justifica.

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até abril de 2021

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	188,2%	132,3%	120,5%
36 meses	119,0%	45,0%	38,1%
24 meses	79,9%	28,4%	23,4%
12 meses	69,4%	51,2%	47,7%
No ano (2021)	2,2%	2,1%	-0,1%

Valor da cota em 30/04/2021 = **R\$ 1.715,0274344**

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	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	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%

2021	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-7,4%	-7,4%	-8,2%	-8,2%
FEV	-2,1%	-9,3%	-5,3%	-13,1%
MAR	-0,1%	-9,3%	2,9%	-10,6%
ABR	8,4%	-1,7%	7,5%	-3,9%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 6.583,3 milhões

(*) 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.

(**) Ibovespa Fechamento.

Nosso trabalho chama-se de análise, mas também envolve síntese. Por vezes, é preciso agrupar fragmentos dispersos para obtermos o benefício do olhar em perspectiva. Sistemas complexos não podem ser definidos simplesmente pelas propriedades das partes. As diversas instâncias conectadas compõem um mecanismo dinâmico. Tal qual nas *flywheels*, a interação entre elas gera momento (movimento). Vencida a inércia, o sistema ganha eficiência energética e velocidade. E o todo passa a se comportar de forma diferente.

Jamais tantas regiões tão definidoras da identidade corporativa têm sido provocadas com tanta intensidade ao mesmo tempo. É inédito o dilema que as companhias enfrentam para lidar com inúmeras variáveis em movimento. Ao mesmo tempo, a fim de responder com agilidade a diversas espessuras cambiantes, as empresas precisam preservar unidade e coesão, buscar relevância em seus mercados, se reinventar para competir e inovar para crescer.

Não menos desafiadora torna-se a tarefa do investidor de longo prazo que tem por ofício identificar a natureza destes diversos componentes e suas conexões, assim como compreender as forças resultantes que fazem movimentar este sofisticado sistema de engrenagens que são as companhias.

Rio de Janeiro, 11 de maio de 2021.

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.: (21) 2512-9394 – Fax: (21) 2512-5720