

O Tácito do Tempo

Na Carta anterior, tratamos dos erros enquanto instância de aprendizado e destacamos a autocritica como traço cultural da Dynamo, expressa pela vivência do Sistema 3, nosso ambiente de discussão crítica coletiva.

Esta Carta ilustra nossa obsessão por interrogar os erros até que eles revelem aprendizados válidos, melhorando assim nosso ferramental de análise. O texto trata de uma descoberta tardia para nós sobre a natureza do negócio da Technos. Não havíamos despertado para seu inteiro teor na época em que éramos investidores da companhia. Uma lacuna cognitiva que poderia ter iluminado alguns entendimentos e talvez ajudado a evitar iniciativas que se provaram equivocadas. Trata-se de um texto mais árido, entre dois mais “palpáveis”: a aplicação do nosso desenho de organização de trabalho coletivo da Carta anterior e a descrição do nosso investimento na Technos na próxima.

#

A premissa básica do “fazer negócios” é a de que os participantes se comportam de forma *arm’s-length*: negociam de forma independente, sem favorecimentos ou laços afetivos, a uma “distância segura”, onde as interações são guiadas pelo imperativo da competitividade, dominadas pelas forças de mercado, obedecendo a regras estritamente “profissionais”; numa palavra, são relações exclusivamente transacionais. Sem dúvida, trata-se de uma premissa meritória, pois assegura equidade, evita privilégios e conflitos de interesses, além de trazer maior conformidade e transparência. Atributos fundamentais, principalmente em um país onde a linha de demarcação entre o público e o privado costuma ser desenhada a lápis apenas.

Nós mesmos aqui na Dynamo defendemos com empenho o valor das relações *arm’s-length* principalmente no momento em que o regime de governança do nosso mercado de capitais ainda estava em formação.

Quando as relações no interior das sociedades eram assimétricas, numa época em que as transações com partes relacionadas e empréstimos mútuos para os controladores a taxas favoráveis eram corriqueiros, em que regras para preços de transferência eram ignoradas e a estrutura das companhias era usada para fins particulares, tomando como referência os mercados mais desenvolvidos empunhamos com afinco a bandeira do critério *arm’s-length* como aprimoramento institucional. De fato, há uma linhagem bem definida de tradição intelectual que associa o desenvolvimento das sociedades à capacidade de se moverem de uma estrutura predominantemente familiar/particular para uma configuração mais impessoal/funcional.

A beleza – e a dificuldade – para quem se dispõe a decifrar a textura hermética dos negócios reside em seu amplo sortimento. Cada caso é um caso. A estrutura mental e o algoritmo de processamento que funcionam de forma bem adequada em uma grande maioria dos segmentos podem se provar anacrônicos quando aplicados em uma minoria rebelde. Essa sutileza da diferenciação dos detalhes só se percebe com tempo na estrada. Um exercício repetitivo de exposição, introspecção e assimilação. E aqui nos deparamos com o aprendizado central que gostaríamos de dividir com nossos leitores. Um negócio cuja base predominantemente relacional subverte a lógica cartesiana do puramente transacional exigindo atenções e diligências específicas.

#

Não é incomum que os indivíduos procurem em fontes externas soluções para seus problemas. As explicações para este padrão recorrente são múltiplas. Tem a ver com diversos conceitos da disciplina da psicologia. Pessoas com um “locus de controle” predominantemente externo (cf. Rotter, 1966) teriam maior inclinação para interpretar acontecimentos e resultados de suas vidas a

partir de estímulos externos¹. Pode ter a ver também com mecanismos internos de regulação do organismo, como a redução de dissonância cognitiva, uma espécie de homeostase psicológica, que consiste na tendência à restauração do equilíbrio diante de um desconforto, a partir do entendimento de que modificar o ambiente costuma ser mentalmente mais simples do que alterar traços da própria personalidade. Na mesma linha, converge a psicologia de preservação do *self*, ao observar que cada um precisa construir narrativas coerentes com o que percebe de si mesmo. E assim, mudar o exterior surge como um mecanismo de proteção da própria identidade.

A psicologia documenta também o viés cognitivo denominado “ilusão de foco”, também conhecido por “ilusão do próximo passo”, o entendimento de que o bem-estar pessoal está logo ali na frente, muitas vezes associado à novidade trazida por alguma mudança exterior. Quando combinado ao atalho mental conhecido como “viés de atribuição”, que é a tendência a atribuir a algum agente a explicação dos acontecimentos, percebemos por que é tão comum convocarmos “alguém de fora” para resolver ou responder pelos fatos à nossa volta. E há ainda explicações de teor evolucionário: por razões de sobrevivência, o cérebro teria evoluído basicamente para modificar o ambiente, e não a si mesmo, resolvendo problemas do tipo encontrar alimentos, fugir de predadores, estabelecer alianças etc.²

Como as sociedades costumam refletir o agregado dos indivíduos, este padrão também se manifesta no plano coletivo. Somos dotados de uma capacidade extraordinária de aprendizado social por imitação seletiva. Copiar sujeitos de maior prestígio e sucesso consiste em uma estratégia cognitiva eficiente de aquisição de comportamentos adaptados, pois evita alternativas bem mais custosas de treinamento por tentativa e erro. Ou seja, aqui o olhar para fora expressa não apenas uma característica de satisfação cognitiva, mas um atributo de evolução cultural.

Basta uma espiada em perspectiva sobre a história e logo vemos que as sociedades se movimentam a partir

de percepções de ameaças ou inspirações externas, que sustentam o mérito das transformações e estampam o ímpeto das revoluções e reformas, dos golpes e guerras, já que algo novo precisa ser colocado no lugar do antigo. O padrão da “modernização importada” é conhecido: parte-se de um diagnóstico de atraso local, identifica-se um modelo externo bem-sucedido e busca-se importar seus principais parâmetros. É quando modelos institucionais passam a ser copiados ou vanguardas culturais são adaptadas.

Por vezes, trata-se de um simples “copiar colar”, uma imitação rústica da geografia de referência. E assim, a constituição americana exerceu profunda influência na fundação da Libéria em 1847, sem respeitar o contexto completamente diverso do país africano. Ou mesmo, nossa constituição de 1891, que inaugura os “Estados Unidos do Brasil”, trazendo o desenho federalista americano para ser implantado a partir do regime centralizado do Império. Outras vezes, o olhar externo serve como referência e sofre adaptações quando importado, como o Código Napoleônico, que inspirou sistemas legais em diversos países, inclusive o nosso Código Civil. Por fim, o externo surge como elemento provocador de reações internas cuja síntese resulta em algo diferente, como o Movimento Antropofágico absorvendo as vanguardas modernistas europeias, deglutindo-as e devolvendo uma composição artística original.

Nos momentos de crise, o olhar coletivo para fora adquire ainda mais potência. Muitas vezes a esperança da solução externa confunde-se com uma expectativa quase messiânica, personificada na figura de um indivíduo, o tal do “salvador da pátria”, ou através de um arranjo institucional revolucionário, ou mesmo de uma tecnologia com alcance tão transformador que se diz “disruptiva”.

É claro que toda esta estrutura de pensamento e ação se transporta *ipsis litteris* para o universo empresarial. Negócios e companhias em dificuldades olham com particular atenção para fora desejando encontrar e trazer as respostas para a tão esperada retomada de relevância

1 Como de costume, as referências bibliográficas completas estão disponíveis em nosso site, <https://www.dynamo.com.br/>

2 Deixamos o registro deste último argumento mais como curiosidade e ilustração. Explicações evolucionárias para comportamentos sociais complexos merecem ser tratadas com ressalva, já que se apresentam como narrativas plausíveis *ex post*, porém muito difíceis de serem testadas com o devido rigor.

e prosperidade. E assim explica-se o mito recorrente do “CEO salvador”, a persistente contratação das consultorias globais de gestão, a adoção cíclica da técnica de gestão da moda, ou mesmo a insistência no M&A como solução estratégica, que em geral frustra o desfecho pretendido.

Mercados financeiros projetam de uma forma bem particular esse tipo de visão, pois são ambientes marcados pelo fascínio da inovação. Continuamente incorporam novidades e selecionam tecnologias. Entre os participantes, prevalece o entendimento de que é preciso sempre adotar o que há de mais moderno em termos de técnicas e ferramentas, participar da última “onda” e dominar a fronteira do conhecimento, sob pena de se perder competitividade e tornar-se irrelevante. Essa dinâmica é tão arraigada que, por vezes, tudo o que aparentemente nela não se enquadra recebe o carimbo do “atraso”, passa a ser tratado com indiferença, e até com algum desdém.

Todo este roteiro se torna ainda mais dramático no momento em que se experimenta um avanço tecnológico sem precedentes, medido pela incrível velocidade de adoção da Inteligência Artificial generativa, atingindo a marca dos cem milhões de usuários em apenas dois meses, contra sete anos da internet e dezesseis do telefone celular, como referência. O outro lado da moeda das promessas sedutoras da AI são as ameaças críveis das rupturas por ela desencadeadas. E assim os investidores expressam seus anseios fugindo de tudo o que pode ser alcançado pelo rolo compressor dos *Labs* neurais.

A combinação de uma inclinação natural para buscar soluções externas, o ímpeto pela necessidade de adoção da última novidade e a ansiedade gerada pelo avanço de tecnologias ‘revolucionárias’ projetam nas companhias e entre os investidores financeiros impaciência e um imperativo de que “é preciso fazer algo logo”. A palavra “gestão” vem do verbo latino *gerere*, que admite originalmente o sentido de “executar uma ação”. Executivos são as mãos contratadas com a missão precípua de fazer. Os ingredientes acima adicionam combustível à fogueira.

Quando investidores financeiros assumem a gestão das companhias, sobrepõem-se estas disposições ligeiras. O risco de um diagnóstico precoce e de uma agenda precipitada aumenta. De fato, em alguns casos, as intervenções se provam decepcionantes. As explicações são menos precisas do que as evidências empíricas. Arriscamos algumas. Talvez, uma certa confusão mental

de papéis que nos faz acreditar que o fato de acompanharmos uma boa quantidade de companhias em diferentes setores em nossos portfólios nos confere uma compreensão diferenciada sobre negócios. Ou talvez, por vivermos em um ambiente digital, onde os investimentos se expressam através da simples movimentação de registros de escrituração eletrônica, sem atrito, nem correspondência física direta com o mundo real. Com uma “linha de produção” tão comprimida, a distância da tomada de decisão à implementação em uma instituição que atua no setor financeiro se torna praticamente inexistente. Imersos nessa realidade de telas e lançamentos digitais, sem o devido cuidado, a dimensão fundamental da execução, tão densa em sutilezas, pode ser perfeitamente subestimada. Ou ainda, pode tratar-se de uma manifestação da obsessão dos participantes do mercado financeiro pela inovação e desempenho tecnológico, que deriva para um entendimento pré-formatado de que tudo o que não está em sincronia com esta dimensão “moderna” mereça intervenção forçada. Conscientes destas limitações que facilmente podem se transformar em armadilhas (onde caímos no caso da Technos), passamos a acompanhar com ressalvas estas iniciativas.

O perigo do diagnóstico precipitado aumenta em negócios que escondem complexidade, aparentando pouca sofisticação e baixa tecnologia embutida. Muitas vezes são segmentos baseados em uma dinâmica mais relacional e menos algorítmica, onde a virtude se encontra na fragmentação ou capilaridade da rede, e não na força visível de “hubs” dominantes. Negócios relacionais funcionam com base em conhecimento tácito, enquanto soluções importadas geralmente chegam como conhecimento codificado através de protocolos, KPIs, fluxogramas, *playbooks* e *dashboards*, dimensões tão caras para aqueles que acreditam que o papel do analista se confunde com o mero manuseio de planilhas eletrônicas.

Negócios relacionais embutem rotinas de organização dificilmente capturadas em sua plenitude por metrificações e procedimentos escritos, pois configuram padrões de expectativa mútua que os participantes desenvolvem trabalhando juntos ao longo do tempo. Em uma estrutura baseada em relações, essas rotinas são particularmente densas e implícitas, porque foram depuradas por anos de ajuste fino mútuo, onde o consuetudinário é o verdadeiro normativo. Substituí-las por qualquer outro arranjo alternativo configura uma empreitada arriscada e certamente demorada, o que impõe um desafio quase insuperável, pois geralmente nestas transformações são exigidos resultados a curto prazo.

Um ambiente onde os aspectos relacionais são predominantes é o comércio. Como arte milenar, da tradição das redes de trocas voluntárias sumérias, ergueram-se os modernos sistemas econômicos. Alguns acreditam que no futuro as transações serão amplamente eletrônicas e tokenizadas. Enquanto isso não acontece, muitos negócios ainda dependem essencialmente de processos interpessoais, onde as decisões de compra e venda emergem a partir das forças menos tangíveis da confiança, do hábito e da cumplicidade geradas pelos encontros recorrentes. É o aperto de mão, o olho no olho, o calor humano. “Dispositivos” não baseados em tecnologias de ponta, mas nem por isso menos sofisticados, nem tampouco menos produtivos e essenciais. Ao contrário.

A realidade das trocas integra aspectos fundamentais da existência humana, compreendida em suas múltiplas dimensões. Não por acaso, o instituto das trocas tem sido objeto de interesse de diversas disciplinas. Economia, psicologia, biologia, sociologia, antropologia, direito e ciência política abordam a questão sob lentes próprias. Na tradição antropológica, da pesquisa etnográfica, as trocas são engrenagens que geram expectativas mútuas, obrigações sociais “totais” de dar, receber e retribuir, expressando simultaneamente aspectos variados da vida coletiva (Mauss, 1925). Já a economia neoclássica ignorou essas observações mais abrangentes e preferiu concentrar-se exclusivamente em uma dimensão mercantil, assumindo um ambiente de conexões frouxas entre os indivíduos, caracterizado por relações impessoais e contatos que mudam o tempo todo. É o endereço das trocas autointeressadas e oportunistas, motivadas por agentes maximizadores de funções-objetivo utilitárias, a partir da realidade dada dos preços, que funcionam como agregadores de informações necessárias para uma decisão alocativa eficiente. Trata-se de uma visão de mundo parcial e reducionista, mas tão difundida que talvez tenha influenciado a forma de pensar e de agir de muitos “homens práticos”.

A seguir, a teoria dos jogos chega conferindo aperfeiçoamentos a esta visão de mundo bastante simplificada. Enquanto nos jogos estáticos, de rodada única, como o clássico dilema do prisioneiro, a estratégia dominante de indivíduos autointeressados seria a de não cooperar, jogos repetidos, onde os participantes

interagem diversas vezes, sustentam um equilíbrio de comportamentos cooperativos. Em ambientes de informação incompleta, investir na construção de reputação se paga e, da mesma forma, desistir da cooperação tem um preço, já que a ameaça de punição se torna crível. Fora o conforto moral, que cada um valoriza a seu jeito. Os resultados dos jogos repetidos sem horizonte definido sugerem que a cooperação pode emergir como uma resposta racional endógena à possibilidade de encontros sucessivos.

No extremo oposto da proposta neoclássica, encontra-se o entendimento de que as trocas ocorrem através de redes estáveis, de contatos frequentes, caracterizados como relações próximas de parceria, quando se reconhece que as trocas envolvem dimensões de teor social e relacional. As relações de confiança funcionam como uma heurística programática e assim a função objetivo dos agentes neste contexto se associa mais ao satisfazer (*satisficing* = *satisfy* + *suffice*, à la Herbert Simon, e não maximizar), onde os indivíduos buscam cultivar relações de longo prazo e criar um *ethos* de cooperação, em vez de simplesmente explorar dependência e ganhos de curto prazo. São as chamadas trocas *embedded* (embebidas, embutidas, imersas ou encaixadas) em relações.

Esta linha de argumentação foi explorada pela “sociologia econômica”, uma vertente menos conhecida, fora do *mainstream*, que fundamenta seus argumentos basicamente em pesquisa empírica. Já está bem documentado através de diversos estudos aplicados que arranjos de negócios onde predominam as trocas *embedded* estabelecem vantagens competitivas e oportunidades econômicas difíceis de serem replicadas via mercado ou contratos formais³. Se a teoria dos jogos repetitivos prevê cooperação como resultado de uma lógica racional e utilitarista, os estudos de campo sugerem *in loco* que as redes de cooperação trazem benefícios práticos para todos os envolvidos.

Apenas como ilustração, mencionamos aqui alguns destes estudos empíricos. Em um deles (Dyer & Singh, 1998), os autores exploraram como as “ligações idiossincráticas entre empresas”, entendidas como atributos que atravessam fronteiras individuais, são capazes de determinar vantagens competitivas e “rendas

3 A linhagem genealógica do conceito de relações embebidas remonta a Polanyi (1944), é resgatada e desenvolvida por Granovetter (1985) e aplicada por Uzzi (1997 e 2000), conforme ilustraremos logo a seguir.

relacionais". Trazendo exemplos de diversos segmentos de negócios, a pesquisa sublinhou como os diferentes arranjos de incentivos nas parcerias estratégicas levam a oportunidades distintas de ganho com troca de conhecimento. No caso da indústria automobilística, a prática da Toyota é a de disponibilizar seus consultores nas instalações dos fornecedores até que a assimilação de conhecimento esteja garantida, o que pode levar meses. Em contraste, na GM, observou-se um modelo de relação entre a montadora e os fornecedores caracterizado por maior independência, onde as soluções e inovações na cadeia, em vez de conjuntas, eram proprietárias. Assim resumiu em depoimento um executivo da Toyota:

"Muitos fornecedores americanos não entendem nosso jeito de fazer negócios. Eles não querem que visitemos suas plantas e relutam em dividir informações que solicitamos. Isto torna muito difícil trabalharmos com eles efetivamente; e nós também não podemos ajudá-los a melhorar" (Dyer & Singh, 1998).

Outras análises (Shahmehr et al. [2015] e Wu et al. [2020]) envolveram pequenas e médias empresas (PMEs) e constataram que as relações embebidas levaram a ganhos de competitividade, com aumento na produtividade, refletidos em melhores desempenhos operacionais neste grupo empresarial. *"Imersão relacional é o aspecto chave para encorajar o negócio na direção da inovação e do aprendizado organizacional. Neste caso, as relações embebidas podem absorver informações compartilhadas no negócio para melhorar a qualidade das decisões, resultando em um aumento de produtividade"* (Shahmehr et al., 2015)⁴.

O trabalho empírico que acabou se tornando referência foi conduzido através de uma extensa pesquisa com base em entrevistas com participantes do ecossistema da indústria têxtil e de confecção nos arredores de Nova York (Uzzi, 1997 e 2000). Os registros de depoimentos dos diversos integrantes da cadeia – produtores, designers, prestadores de serviços variados como corte, costura etc. – dão testemunho de um arranjo industrial tipicamente de relações embebidas. Um dos CEOs

entrevistados revelou: *"Para quem é de fora, é difícil perceber que você acaba criando laços de amizade com essas pessoas — amizades profissionais. Você confia nelas e no trabalho que realizam. Você se interessa pelo que elas fazem fora do âmbito dos negócios. Elas sabem que são como parte da empresa. São parte da família."* (Uzzi, 2000).

São três os componentes que regulam expectativas e comportamentos entre os participantes deste tipo de troca mais relacional, trazendo vantagens para os participantes envolvidos: confiança, transferência de informação granular e arranjos de soluções conjuntas de problemas.

Confiança deriva da percepção de que a motivação primária da contraparte não reside no autointeresse apenas, mas no reconhecimento de que um esforço extra espontâneo foi colocado. Um sistema baseado em confiança aumenta o acesso das empresas a determinados pools de recursos, melhora a capacidade de adaptação a problemas não antecipados, reduz incerteza transaccional e cria oportunidades para trocas de bens e serviços que são difíceis de precificar e de obrigar contratualmente. A confiança atua como um regime de governança em um ambiente relacional, onde o mecanismo de processamento dos participantes trabalha mais no campo heurístico e não se baseia tanto em um cálculo puramente lógico de avaliação de risco, o que tende a gerar economias de recursos cognitivos e de tempo, sem prejuízo para a qualidade das decisões. Na mesma pesquisa, outro entrevistado declarou: *"Confiança significa que ele não vai encontrar uma maneira de tirar vantagem de mim. Você não está pensando em si mesmo. A empresa e a parceria (entre as firmas) vêm em primeiro lugar."* (Uzzi, 2000).

Um segundo benefício deriva da constatação de que trocas relacionais envolvem transferências de informações proprietárias, mais granulares, tácitas e muitas vezes estratégicas, geralmente não disponíveis nas transações de mercado à distância ou em pé de igualdade (*arm's-length*). É quando quem está mais próximo do

4 Há também estudos no segmento de serviços: Mawdsley & Somaya (2020) investigaram a importância do ambiente relacional entre escritórios de advocacia e seus clientes corporativos, além de diversos trabalhos tratando do papel das relações embebidas na formação dos sindicatos de empréstimos bancários, como por exemplo, Sufi (2007), Gopalan et al. (2011) e Bharath et al. (2011).

consumidor vira-se para seus fornecedores mais próximos na cadeia e revela quando produtos estão “bom-bando”. A comunicação frequente entre as partes revela informações não codificadas, produz conhecimento confiável, amplia o lastro de comportamentos recíprocos e melhora a capacidade preditiva de cada participante na cadeia de produção. E assim, outro CEO explica:

“Quando trabalhamos com uma fábrica que já produz nossas peças, eles sabem qual deve ser o visual do produto e conhecem nosso estilo. Nem sempre é fácil confeccionar uma peça apenas a partir da modelagem — especialmente se ela foi feita às pressas —, mas uma fábrica com a qual já temos um relacionamento perceberá o problema assim que a montagem começar. Eles saberão como trabalhar o tecido para obter o resultado que planejamos. Já uma fábrica nova simplesmente seguirá em frente com a produção, sem ter essa percepção.” (Uzzi, 2000).

Uma terceira vantagem é que um sistema de trocas relacionais permite aos participantes coordenar tarefas, pois estabelecem rotinas de negociação e ajuste mútuos flexíveis, que funcionam como mecanismos permanentes de solução de problemas. Ao trabalharem colaborativamente, as partes recebem *feedbacks* diretos, aumentando o aprendizado e as chances de descobertas de novas combinações, reduzindo erros e ciclos de desenvolvimento/experimentação. Estes arranjos de solução conjunta de problemas funcionam como “mecanismos de voz” (Uzzi, 1997). Substituem respostas simplistas de mercado, do tipo sair-ou-ficar, enriquecendo a rede de relações, o aprendizado e a inovação. E assim, a passagem abaixo foi colhida de outro depoimento: *“Quando você lida com alguém com quem não tem um relacionamento de longa data, isso pode ser um grande problema. As coisas podem dar errado e é impossível prever o que vai acontecer. Com os meus parceiros [referindo-se a vínculos embedded], se algo der errado, sei que conseguiremos resolver a situação. Eu conheço o negócio dele e ele conhece o meu.”* (Uzzi, 2000).

Além das vantagens individuais para as firmas participantes, do ponto de vista agregado, os benefícios para o sistema também são conhecidos. Em primeiro lugar, economia de tempo e maior eficiência alocativa. Relações embebidas geram implicações importantes para eficiência alocativa e na determinação de preços, pois permitem às firmas combinar desenhos de produtos e níveis de produção em maior sintonia com as preferências dos consumidores, o que costuma reduzir defasagens de

respostas ao longo da cadeia evitando desperdícios e *stockouts*. Os benefícios são mais expressivos em negócios caracterizados por rápida inovação de produtos, regime de preferência dos consumidores mais volátil e cadeias com ciclo longo. Isto talvez explique o fato de que em segmentos com essas características, como o varejo de produtos que envolvem moda ou coleções, a presença de relações embebidas seja mais frequente.

Outro benefício relevante reside na natureza dos contratos. Os ambientes mais relacionais formatam expectativas de equidade e aspirações de reciprocidade de maneira que cada parte costuma se comprometer em exceder a letra dos acordos, a fim de contribuir para o relacionamento além do especificado. Contratos detalhados e “distributivos” dão lugar a acordos tácitos e/ou contratos “integrativos”, onde as partes encontram soluções “ganha-ganha”, mutuamente benéficas.

As evidências sugerem que os arranjos de relações embebidas, ao aumentarem o intercâmbio de informações e o aprendizado, melhoram a qualidade das decisões e das respostas adaptativas das empresas, tornando-as capazes de identificar e executar soluções coordenadas para problemas organizacionais, trazendo efeitos positivos na produtividade do negócio e inclusive na sobrevivência de longo prazo. Em um ambiente mais relacional, os participantes costumam informar os demais a respeito de suas expectativas de produção futuras, ajudando a programação dos fornecedores e prestadores de serviços contratados, por exemplo. Isto aumenta a previsibilidade e a capacidade de ajustes que os desenhos mais impessoais e oportunistas não conseguem reproduzir. E assim em setores em que a vantagem competitiva depende essencialmente de adaptações complexas, uma maior profundidade relacional deveria prevalecer. Infelizmente, nem sempre isto acontece. Ao contrário, o mais comum é não ocorrer.

A esta altura vale um registro lateral. O bordão dos economistas de que “toda realidade envolve *trade-offs*” aplica-se aqui também. Os benefícios dos sistemas relacionais encontram uma ressalva: as evidências empíricas constatam que há um limite a partir do qual a densidade das relações imersas pode se provar prejudicial. É quando a rede de relações embebidas domina o ambiente de negócios a ponto de torná-lo insensível a mudanças e incapaz de absorver choques externos. Se a intensidade das relações baseadas em reciprocidade desloca por completo os imperativos de interesses puramente econômicos, toda a rede de negócios pode se colocar

em perigo. Do ponto de vista do sistema, é saudável alguma presença de laços do tipo *arm's-length* já que eles acessam informações que circulam no mercado, permitem testar novos parceiros comerciais e ampliam a capacidade de absorver inovações. Ou seja, a mensagem aqui é que mesmo em ambientes tipicamente relacionais, para o bem da resiliência do sistema, seria proveitoso manter algum nível de relações “pragmáticas” induzidas por estímulos de mercado⁵.

As principais construções dos negócios baseados em relações embebidas - confiança, capital social, reputação, comunicação fluida - são todas ativos intangíveis. Da mesma forma, o conhecimento é basicamente oriundo de experiências tácitas – “acordos de cavalheiros”, encontros informais, rotinas aprendidas, culturas compartilhadas. O mérito destas dimensões e ingredientes é mais difícil de ser enxergado a olho nu porque emerge das forças espalhadas das relações e não reside concentrado em personagens específicos mais visíveis.

Esta dificuldade de compreensão instiga aquele “imperativo de fazer” e o ímpeto de importar soluções externas dentro de uma lógica que geralmente busca “eficiência” e otimização de métricas codificadas de curto prazo. A combinação destes elementos acaba por mobilizar intervenções que corroem a lógica de organização deste sistema relacional. O excesso de métricas, controles, contratos rígidos e incentivos puramente monetários sinaliza quebra de confiança e alimenta posturas reativas. A comunicação formal e padronizada induz perda de conhecimento tácito e inibe inovação. O foco preferencial em punições e multas pecuniárias estilha a gramática de resolução conjunta de problemas produzindo paralisação operacional e litígios. A métrica de sucesso quando se desloca do valor total da parceria de longo prazo para apenas KPIs quantitativos de curto prazo, como “menor custo unitário” ou “margem bruta por transação”, tende a destruir valor agregado e promover custos ocultos.

Quando os resultados das intervenções não aparecem, frustrando expectativas tão confiantes, o reflexo dos executivos, empurrados pelos desenhos de incentivos, é o de dobrar a “aposta”, o que só tende a agravar a

situação. Na verdade, a melhor decisão seria na direção contrária: incorporar as lições e restaurar o sistema de forças relacionais. A estratégia mais recomendada seria o “back to basics”, a disposição para resgatar os elementos fundacionais, neste caso preservar as estruturas relacionais ramificadas.

A esta altura, reconhecendo que este texto ficou excessivamente denso e conceitual, propomos um breve resumo a fim de grifarmos a linha de raciocínio e as principais mensagens:

1. É bastante arraigada a crença entre indivíduos e sociedades de que a solução dos problemas complexos deve se originar em fontes externas;

2. Há inúmeras explicações de raízes biológicas, psicológicas e sociais que subsidiam este padrão recorrente de pensamento e ação;

3. A história das sociedades oferece um território farto de ilustrações convincentes para o argumento, principalmente em momentos de crise;

4. O mesmo entendimento se transporta para o universo corporativo e empresarial;

5. Investidores financeiros quando se propõem a gerir companhias incorporam de forma particular esta ideia, associando as mudanças externas à modernidade e choque de eficiência;

6. A ansiedade frente à necessidade de adoção das novas tecnologias, reflexo do desconforto psicológico de ficar de fora da última tendência de gestão, aumenta ainda mais o desejo de agir rápido e o risco de diagnóstico precoce;

7. O perigo do diagnóstico precipitado aumenta em negócios que escondem características muito particulares, aparentando pouca sofisticação e baixa tecnologia embutida;

8. Tipicamente, segmentos de negócios mais relacionais apresentam essas características, pois a virtude se encontra escondida na rede fragmentada de relações, construídas de forma orgânica por um longo período;

5 Na próxima Carta, mencionaremos um caso específico onde este “excesso” de vínculos *embedded* dificultou o reconhecimento do surgimento de uma mudança tecnológica inovativa na indústria, o que resultou em problemas estruturais de competitividade para os incumbentes.

9. Negócios relacionais envolvem trocas *embedded* e se estruturam a partir de elementos como confiança, transferência de informação tácita e arranjos para soluções conjuntas de problemas, produzindo inúmeros benefícios bem documentados para as companhias, tais como: melhoria na qualidade de decisões, respostas mais adaptadas, ganhos de competitividade, aumento de produtividade e, inclusive, efeitos percebidos na longevidade;

10. Como os principais atributos dos arranjos relacionais são ativos intangíveis, os méritos deste tipo de ordenamento tendem a ser mais difíceis de serem reconhecidos, o que pode provocar o ímpeto de intervenção, sob o pretexto de “modernização” ou busca por “eficiência”;

11. Como as premissas da intervenção diferem da lógica relacional, arrisca-se golpear as estruturas que sustentam o sistema. Quando isto ocorre, em vez de dobrar a aposta, a estratégia mais recomendada consiste na recomposição dos fundamentos, o chamado “*back to basics*”.

Já vimos este roteiro repetir-se inúmeras vezes, principalmente protagonizado por investidores financeiros. Aqui na Dynamo, aprendemos que estas estruturas relacionais estabelecidas foram dinamicamente depuradas e não estaticamente cristalizadas ao longo do tempo. Emergem de forma contraintuitiva como sabedoria orgânica, discreta e resiliente. Sendo assim, tentativas externas deliberadas para deslocá-las devem ser avaliadas com enorme cuidado, já que o choque tecnológico também pode funcionar como uma disrupção ao contrário.

Este aprendizado que agora descrevemos com nitidez decanta de um reservatório de experiências. Muitas positivas, outras nem tanto. Infelizmente, também já nos vimos envolvidos neste circuito, quando a falta de adequado discernimento nos empurrou para uma agenda incerta. Como não conseguimos nos conformar com nossos erros até esmiuçá-los por completo, após muita introspecção e autocrítica conseguimos organizar estes entendimentos que dividimos agora com nossos investidores.

Na próxima Carta, apresentamos a narrativa de um investimento que julgamos ilustrar com bastante aderência todo esse roteiro. Trata-se da Technos S/A, uma companhia onde estivemos bastante envolvidos por muito tempo. À luz destas reflexões, hoje percebemos que o nosso entendimento sobre a natureza da rede de varejistas especializados, o principal ativo da companhia,

foi equivocado. Pensamos este acervo basicamente como uma prateleira física de marcas e categorias a ser otimizada, não percebendo que se tratava de um sistema de relações embebidas, cuja potência derivava justamente das rotinas tácitas, da confiança e da reciprocidade que acabamos de descrever.

Rio de Janeiro, 30 de outubro de 2026.

Dynamo Cougar x Ibovespa *Rentabilidade em R\$ até Setembro de 2026*

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
120 meses	215,8%	219,3%
60 meses	24,7%	67,9%
36 meses	52,6%	59,9%
24 meses	32,6%	41,4%
12 meses	21,7%	27,4%
No ano (2026)	11,2%	15,6%
No mês (Setembro)	4,5%	5,0%

(*) Ibovespa Fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(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	-23,0%	23.762,3%	-18,0%	538,9%
2022	-7,8%	21.899,9%	12,0%	615,4%
2023	32,1%	28.965,0%	31,8%	842,8%
2024	-30,8%	20.002,8%	-29,9%	560,7%
2025	56,1%	31.224,4%	50,8%	845,5%
2026***	18,1%	36.961,4%	22,8%	1.123,4%

(*) Tendo em vista se tratar de um Fundo existente desde 1993, os valores foram convertidos para dólar (US\$) como forma de expurgar a volatilidade da moeda brasileira ao longo do período e, dessa forma, minimizar o risco de possíveis interpretações equivocadas do leitor em uma decisão de investimento/desinvestimento. O Dynamo Cougar é um fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em ações e está fechado para captação. (**) Ibovespa fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo. (***) Rentabilidade até Setembro de 2026.

Informações adicionais:

- **Data de Início:** 01/09/1993
- **Objetivo:** Proporcionar aos cotistas valorização real de suas cotas a médio e longo prazo, mediante aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido em cotas do Dynamo Cougar Master Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Master")
- **Público-alvo:** Investidores qualificados
- **Status:** Fechado para aplicações
- **Carência para resgate:** 12 meses de carência ou taxa de liquidez de 3% para resgates dentro deste período*
- **Cota de Resgate:** D+12 (corridos)*
- **Pagamento do Resgate:** D+2 (úteis) da conversão da cota*
- **Tributação aplicável:** Renda variável
- **Classificação Anbima:** Ações Livre
- **Taxa de administração:** 1,90% ao ano no Fundo + 0,10% ao ano no Fundo Master
- **Taxa de Performance:** 15% do que exceder IPCA + IMAB*
- **Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses:** R\$ 5.876,9 milhões.

(*) Veja descrição detalhada no regulamento.

Para mais informações sobre a Dynamo, sobre o Dynamo Cougar ou para comparar a performance do Fundo com diversos índices, em períodos específicos, 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 Dynamo Cougar ou de qualquer outro fundo, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões e podem mudar a qualquer momento, sem necessidade de aviso. As informações contidas neste documento são, no melhor entendimento da Dynamo, materialmente precisas. Não obstante, a Dynamo não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada é líquida das taxas de administração e performance, mas não é líquida de impostos, ajuste de performance e taxa de saída, caso aplicáveis. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. O regulamento do Dynamo Cougar está disponível na página da Dynamo na rede mundial de computadores em www.dynamo.com.br. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar - Leblon - 22440-034 - Rio - RJ - Tel.: (21) 2512-9394 - Contato: dynamo@dynamo.com.br