

Fisiologia da Impaciência

'Curtoprazismo' (vindo do inglês short-termism) já tornou-se um termo habitual para expressar um padrão de decisões temporais que privilegia ações/ iniciativas voltadas a produzir efeitos no curto prazo, muitas vezes trazendo consequências detrimenais para o longo prazo. Multidisciplinar, a temática do 'curtoprazismo' reverbera em diversos aspectos da vida moderna. Nos debates ecológicos e ambientais, quando se apresenta como um dilema intergeracional de utilização dos recursos físicos do planeta. No encurtamento do horizonte das agendas políticas, confundidas de forma crescente com os ciclos eleitorais. No mundo corporativo, onde as preocupações de sustentabilidade e de redução de externalidades rivalizam com o imperativo de maximizar lucro a cada exercício social. Para o indivíduo, com os eternos *trade offs* das escolhas pessoais entre saúde/vício, sacrifício/prazer, poupança/consumo, agravados pela realidade do aumento da longevidade e da expectativa de vida.

Sabemos que o mercado de capitais serve como um bom termômetro para auferir o padrão de decisões intertemporais. Como custodiante das poupanças pessoais e provedor de recursos para investimentos de longo prazo, age como "condute importante de escolhas no tempo" (Haldane 2011)¹, refletindo as ansiedades presentes e futuras das sociedades e, em última instância, seus níveis de confiança e de apreensão com o futuro.

Sendo assim, natural imaginar que também aqui esta tendência 'curtoprazista' se manifeste abertamente. De fato, é ubíqua a sensação entre investidores experientes de que uma mentalidade imediatista tem dominado decisões e comportamentos no ecossistema do mercado de capitais. Propomos então analisar o assunto em duas Cartas. Nesta, procuramos evidências empíricas para a tese do curtoprazismo e em seguida

apresentamos as razões que explicariam a prevalência deste horizonte de decisão entre os participantes do mercado. Na próxima, lembramos os custos e problemas embutidos neste tipo de visão, que justificam a análise do tema, e listamos algumas sugestões de iniciativas visando restituir um horizonte de prazo mais amplo entre os agentes. Por fim, concluímos trazendo implicações de ordem prática para nós aqui na Dynamo, enquanto de investidor de longo prazo.

Evidências (?)

Logo de início uma constatação curiosa. Apesar da relevância do tema e de tão difundida a percepção de que os mercados estão cada vez mais imediatistas, há uma sensível lacuna de estudos acadêmicos com testes empíricos sobre a questão. Talvez pela enorme dificuldade de se modelar de forma precisa a hipótese do curtoprazismo. O conceito de "utilidade descontada", principal ferramenta utilizada pelos economistas para tratar do assunto, tem se mostrado insuficiente para capturar a plasticidade das nossas preferências temporais, que variam entre indivíduos e até mesmo entre horizontes de tempo de um mesmo indivíduo. Talvez também pela natureza contrafactual da questão, já que uma estratégia dita curtoprazista, que destrói valor no longo prazo, por definição, elimina sua chance de autoverificação no futuro. Ou talvez ainda pela quantidade diferente de atores, já que comportamentos curtoprazistas podem ser atribuídos aos executivos das companhias, aos gestores de recursos, aos analistas, entre outros. Como estes participantes frequentemente interagem entre si, o controle das 'variáveis' no 'experimento' fica comprometido².

¹ Como de costume as referências bibliográficas completas estão disponíveis em nosso site, no endereço: <http://www.dynamo.com.br/narbibliog.asp>

² O conceito de curtoprazismo, conforme trataremos nestas duas cartas, está associado a estratégias cujo foco exclusivo no curto prazo produz algum tipo de consequência prejudicial no futuro. Carrega uma noção de *trade off* embutido na decisão de escolher pelo agora em detrimento do depois. Não se confunde, portanto, com uma urgência tática por resultados imediatos, cobrança saudável enquanto estimula a eficiência e rejeita disposições associadas à acomodação e à passividade, geralmente fatais num ambiente competitivo.

No que tange ao universo corporativo, a maior parte dos estudos empíricos procura usar os gastos com P&D (pesquisa e desenvolvimento) como proxy da orientação (ou não) de longo prazo das companhias. Ou seja, quando o P&D se reduz, isto seria um sinal de que os executivos estariam sacrificando a sustentabilidade de longo prazo do negócio para reportar melhores resultados de curto prazo (Dechow e Sloan 1991, Baber et al 1991, Bushee 1998). Embora isto possa ser verdade, as variações nos gastos de P&D podem ocorrer por conta outros fatores que não este *trade off* explícito de preferência de criação de valor no tempo. Além de variarem de indústria para indústria, oscilam também conforme os ciclos tecnológicos num mesmo setor. Além disso, há outros elementos igualmente importantes para auferir a saúde de longo prazo de uma companhia, que podem ser sacrificados sem que se perceba sua falta no curto prazo, dada sua natureza mais qualitativa, como o talento específico do *management* ou a própria reputação corporativa. Ou seja, o P&D isoladamente pode não ser um indicador adequado nem tampouco definitivo para se testar a hipótese do curtuprazismo no universo corporativo.

Outra linha de pesquisa empírica busca evidências de que as companhias “gerenciam” seus resultados de curto prazo, evitando reportar prejuízos. E isto se daria através não apenas de artifícios contábeis, mas também de manipulações de atividades reais, tais como: aceleração de vendas, alterações na programação de entregas, redução de despesas discricionárias como atrasos nos gastos de manutenção, aumento da recompra de ações para evitar queda no lucro por ação (Bens et al. 2002 e 2003), venda de ativos para minimizar o impacto de prejuízos (Bartov 1993). E por aí vai a criatividade dos executivos.

Apesar destes esforços, mais restritos ao universo das decisões empresariais, não existem estudos definitivos que comprovem rigorosamente a hipótese de curtuprazismo no mercado de capitais. Mesmo tentativas recentes, assinadas por autores de qualidade (Haldane 2011), ainda não podem ser consideradas definitivas. Neste caso, apesar de ter concluído “que o curtuprazismo é estatística e economicamente significativo no mercado de capitais”, Haldane assumiu que as preferências temporais dos poupadores seriam estáveis ao longo do tempo. Ou seja, os poupadores exigiriam a mesma taxa de juros anual ao longo de todo o horizonte de suas poupanças, uma premissa controversa (cfr. Booth 2011).

Sendo assim, seguiremos sustentando o raciocínio de que o mercado de capitais sofre de curtuprazismo, desta vez sem o confortável respaldo das evidências dos modelos empíricos. Trata-se apenas de um *disclaimer*, já que temos por hábito em nossas Cartas, sempre que possível, trazer os argumentos mais polêmicos acompanhados pela boa pesquisa empírica. Não por pretensão retórica, ao contrário. Pelo reconhecimento de que, diante de fenômenos tão complexos com os quais lidamos no dia a dia do mercado de ações, o respaldo destes trabalhos ajuda a referendar intuições e conclusões mais isentas de vícios metodológicos ou de vieses psicológicos: é o nosso exercício cotidiano de autodesconfiança.

Com toda esta dificuldade de modelagem para testar nossa hipótese, o trabalho empírico mais citado sobre o tema foi conduzido a modo de questionário/entrevista. Publicado em 2006 (Graham, Harvey e Rajgopal), a pesquisa endereçada a 401 executivos financeiros de companhias americanas, revelou resultados surpreendentes. Os executivos admitiram uma disposição rotineira de sacrificar valor dos acionistas a fim de não desapontar as expectativas de lucro do mercado. Por exemplo, 80% dos participantes admitiram que seriam capazes de diminuir despesas discricionárias (P&D, marketing, manutenção) a fim de atingirem as metas de lucros divulgadas, mesmo reconhecendo que tais decisões destroem valor no longo prazo. Da mesma forma, mais da metade dos CFOs disseram que adiarão ou até mesmo rejeitariam projetos com VPL (valor presente líquido) positivos a fim de não desapontarem essas mesmas metas de lucros. A quase totalidade (97%) dos entrevistados admitiu preferir divulgar um padrão de resultados trimestrais “suavizados”. Segundo eles, não entregar os resultados trimestrais esperados e/ou apresentar lucros voláteis devem ser evitados, pois geram junto aos investidores uma percepção de incerteza sobre as perspectivas dos negócios das companhias.

Nas respostas dos executivos, há um tom claro de transferir suas responsabilidades pelas ações curtuprazistas para o mercado de capitais. Pressionados por entregar resultados trimestrais, os executivos sentem-se compelidos a aderir ao jogo do imediatismo da comunidade financeira. Por outro lado, nos fóruns especializados para discussão dos efeitos de tal atitude, o diagnóstico é mais amplo. No mais conhecido deles, lê-se: “Repetimos, curtuprazismo não está limitado ao comportamento de alguns investidores ou intermediários, é um amplo sistema, com interdependência e

contribuição conjunta de executivos das companhias, conselheiros, advisors de investimentos, provedores de capital e governo”^{3,4}.

De fato, se faltam evidências vindas dos modelos formais, não temos problemas em encontrar dados que sugerem uma aceleração da atividade e da pressão curtoprazista entre os participantes do mercado.

- O *turnover* anual das ações das companhias abertas na NYSE (Bolsa de Nova York) saltou de 10% a 30% no período de 1940 a 1980 para mais de 100% em 2005 (Montier, 2007), aumento muito expressivo, mesmo considerando a presença mais recente de estratégias quantitativas, de ‘alta frequência’.
- O período médio de permanência dos investidores nos fundos mútuos americanos saiu de dez anos na década de 1950 para menos de quatro anos no início deste século (Bogle, 2005).
- Um estudo conduzido pela Booz & Company entre as duas mil e quinhentas maiores companhias abertas do mundo verificou que, nos anos 2000, em média, 3,6% dos CEOs desta amostra foram demitidos (por má performance), contra apenas 1,1% a 2% nos anos 1990s (cfr. Karlsson, 2008).

Razões

Sendo o curtoprazismo um potencial sabotador de interesses futuros, o que explica este traço tão assíduo entre os participantes do mercado de capitais? Classificamos as explicações em três grupos.

Incentivos. Um primeiro ingrediente, os incentivos. Entre os gestores de recursos, por exemplo. Cada vez mais, os investidores esperam e cobram dos gestores de recursos resultados de curto prazo. Três meses de performance abaixo do *benchmark* já são suficientes para deflagrar ondas de resgates nos fundos de investimento. Neste ambiente impaciente,

os gestores tornam-se mais avessos a risco e como reflexo de sobrevivência passam a rejeitar estratégias cujos resultados só apareceriam mais à frente no tempo.

Nem sempre foi assim. Em sua origem, na primeira metade do século passado nos EUA, a gestão de recursos de terceiros era uma atividade baseada essencialmente numa relação de *stewardship*⁵. De um lado, um depósito de confiança, de outro, a lealdade fiduciária lastreada pela reputação profissional. Com o tempo, a relação transformou-se num negócio, numa simples troca comercial fungível. E como tal, se o produto (performance) não for devidamente entregue, o comprador (investidor) permite-se logo trocar (resgatar) o fornecedor (gestor). A liquefação da relação de confiança trouxe a impaciência para a indústria.

A sobrevivência de longo prazo na indústria de gestão de recursos exige bons resultados no curto prazo, principalmente no início da vida da empresa. Mas o vírus do curto prazismo é tão difundido que mesmo alguns gestores mais estabelecidos, com alguns anos de *track record*, podem sofrer instabilidade em seus passivos, diante de resultados ruins em alguns trimestres. Até entre investidores institucionais, que por definição poderiam perseguir estratégias de mais longo prazo, também se verifica esta pressão por resultados rápidos. Talvez, novamente aqui, pelo risco de carreira percebido pelos profissionais destas entidades. “A sabedoria convencional nos ensina que é melhor para a reputação errar convencionalmente do que ser bem sucedido não-convencionalmente” (Keynes, 1936).

No mundo corporativo, a bússola dos incentivos também parece orientada para os resultados de curto prazo. Como vimos na pesquisa acima, entre os executivos americanos predomina a disposição de perseguir o *guidance* de curto prazo a fim de não desapontar as expectativas do mercado, mesmo que isto possa comprometer o desempenho de longo prazo. Além disso, muitas vezes os pacotes de remuneração do *management* enfatizam métricas de resultado operacional do exercício, como metas de vendas e margens no ano, ou mesmo os desenhos de *stock options* têm prazos inadequados. Por fim, há a preocupação com a própria carreira. Executivos têm que entregar performance no curto prazo e são cobrados pela performance relativa à

3 *The Aspen Institute Business & Society Program (Sep, 2009) Overcoming Short-termism: A call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management.* O texto é assinado por John Bogle, Warren Buffett, Louis Gerstner, Martin Lipton, John Whitehead, entre outros.

4 *A estrutura tributária de um país pode revelar a forma pela qual um governo decide participar no ciclo de negócios. No caso do Brasil, com tributos no top line, incidentes sobre a receita, o governo mostra-se um coletor impaciente, ávido por garantir seu quinhão antes dos demais stakeholders, sem mesmo esperar pelo sucesso ou não da atividade empresarial.*

5 *Difícil encontrar uma boa tradução para o português. Ao pé da letra, teríamos a atividade exercida pelo ‘mordomo’, no sentido etimológico original do latim maior domus, ou seja, “administrador ou governante da casa”, quem “administra os bens de uma irmandade ou qualquer outro estabelecimento” (Dic. Aurélio).*

de seus competidores. “Enquanto a música tiver tocando, você tem que se levantar e dançar”, dizia o CEO do Citigroup. De fato, como vimos acima, o fenômeno do aumento do *turnover* de executivos parece universal.

Entre os intermediários financeiros, *advisors* e provedores de serviços de análise, os incentivos também acabam contribuindo para uma orientação mais de curto prazo. Isto porque estes agentes intermediários são remunerados no fechamento das operações ou por taxas incidentes sobre transações. Quanto maior a atividade de compras e vendas, em tese melhor para esta categoria de participantes.

Biologia. Ingredientes fisiológicos, neurológicos e psicológicos, que atuam no processo de tomada de decisão dos investidores, também ajudam a explicar a orientação de curto prazo no mercado.

Somos mamíferos com um córtex prefrontal evoluído. Nosso espectro de comportamento envolve tanto emoções e instintos animais quanto capacidade de deliberação e de previsão humanas. Podemos nos ver sob a influência de processos automáticos, suscetíveis a impulsos ou tentações, mas também fomos providos de processos alternativos de controle que nos imuniza contra estes reflexos primários. Nossa capacidade de decisão oscila entre um sistema heurístico que propõe respostas rápidas, intuitivas, e outro reflexivo, que controla, monitora e por vezes corrige aquelas primeiras sugestões⁶.

O avanço recente das técnicas de imagens cerebrais tem oferecido novas dimensões à compreensão dos mecanismos neurais subjacentes ao processo de tomada de decisão dos indivíduos. Quando submetidos a escolhas que envolvem *payoffs* imediatos, os testes com ressonâncias funcionais mostram uma ativação das estruturas do sistema límbico, geralmente associadas às recompensas emocionais. Estas estruturas estão também conectadas às regiões do cérebro que liberam dopamina, substância que nos faz sentir bem, confiantes e estimulados. Ou seja, uma decisão de investimento financeiro de curto prazo, onde a expectativa

de retorno é imediata, deverá ser processada de forma dominante pelo nosso sistema mais impaciente, impulsivo, automático, intuitivo. Não é à toa que os *bons traders* geralmente são pessoas intuitivas, que se dizem portadoras de certo talento para ‘sentir’ o mercado.

Num investimento de longo prazo, o prêmio fica adiado. Este tipo de decisão, que envolve paciência e precisa avaliar os *trade-offs* entre recompensas alternativas mais distantes, fica a cargo do outro sistema, mais racional, deliberativo. Não pretendemos neste momento fazer juízo de valor sobre a acuidade dos dois sistemas ou sobre a superioridade de decisões financeiras no curto ou no longo prazo. O ponto aqui é o de lembrar que o mercado financeiro nos oferece a cada instante inúmeras oportunidades de escolhas de curto prazo e que somos dotados de mecanismos fisiológicos que nos estimulam de forma automática a perseguir tais recompensas imediatas. Daí a abundância de *day traders* e de participantes com estratégias de curtíssimo prazo nos mercados financeiros. Da mesma forma, este componente biológico talvez ajude a explicar a escassez de investidores com perspectiva de longo prazo. Esperar pelos melhores *payoffs* das recompensas futuras adiadas exige disciplina e treino para resistir à ofensiva de impulsos e instintos geneticamente arraigados⁷.

É da natureza humana não apenas perseguir resultados rápidos, mas também contabilizá-los a cada momento. Os indivíduos gostam de acompanhar o progresso de suas decisões no menor tempo possível. A possibilidade de checagem contínua de uma recompensa monetária nos faz bem. E aqui novamente o mercado de capitais atua como estímulo e reforço das nossas inclinações naturais, já que os resultados parciais das nossas decisões financeiras estão disponíveis para checagem (e recalibragem) a cada instante, e a baixo custo.

Hoje já se sabe que situações de stress acionam nos indivíduos respostas de curto prazo, desligando mecanismos de longo prazo. Ninguém em sã consciência se atreveria negar que os mercados financeiros são ambientes particularmente férteis em oferecer condições para os indivíduos experimentarem situações diárias de stress. Mais uma conexão biológica entre mercados financeiros e decisões de curto prazo.

6 Estudos sobre a interface destes dois sistemas e suas influências no comportamento humano remontam ao século XIX e vem recebendo denominações variadas desde então. Na psicologia, modelo ‘afetivo-cognitivo’ (James 1981 [1890]) ou ‘quente-frio’ (Metcalf e Mischel 1999). Entre os economistas, Adam Smith (1758) já falava dos dilemas das ‘paixões-espectador imparcial’. Mais recentemente, apareceram os modelos *dual-self*, do ‘fazedor-planejador’ (Thaler e Shefrin 1981) e do ‘elefante-cavaleiro’ (James III 2011), por exemplo. Ou simplesmente “sistemas 1 e 2” (Sanfey et al 2006), também popularizado no último livro de Daniel Kahneman (2011), conhecido pelos seus experimentos sobre decisões em ambiente de incerteza.

7 Pesquisas também sugerem que outro neurotransmissor, a serotonina, estimularia nossas preferências pelas recompensas adiadas (Manuck et al., 2003). Será que deveríamos encontrar entre uma amostra de investidores de longo prazo níveis mais altos de serotonina?

Inúmeros ingredientes psicológicos também conspiram para reforçar a tirania do ativismo curtoprazista. O excesso de confiança, por exemplo, é um desses traços mais frequentes. Confiantes em suas habilidades de análise ou de trading, os investidores trocam de posição com maior frequência. Creditam-se da capacidade de ler os movimentos de curto prazo dos ativos e dos mercados. Para que esperar pelo longo prazo se podem fatiar o tempo, obtendo resultados superiores em cada subperíodo?

Da mesma forma, os vieses de confirmação e de disponibilidade, conectados à 'ilusão de controle' e 'ilusão de conhecimento', empurram investidores para o curto prazo. Os indivíduos costumam buscar dados que confirmem suas decisões e opiniões. Sendo as informações de curto prazo mais frequentes e disponíveis, ajudam a alimentar estas disposições. Um dos resultados empíricos mais frequentes nos estudos de decisões intertemporais é o chamado desconto hiperbólico, ou seja, o fato dos indivíduos atribuírem uma importância grande para os eventos próximos, sendo menos sensíveis às escolhas distantes. Damos mais valor para os eventos mais vívidos e para as tendências mais recentes.

Sociologia. Numa terceira categoria de elementos, que explicam o viés curtoprazista, estão agrupadas as motivações do 'ambiente'. O mundo contemporâneo se caracteriza pela aceleração generalizada da taxa de mudança. Os ciclos de vida são mais curtos em todo lugar. Mercados, empresas, empregos, produtos. No universo corporativo, avanços tecnológicos diminuem os custos de transação. Inovações testam continuamente as barreiras dos negócios. A informação navega em alta velocidade, o conhecimento se dispõe rapidamente. O *duration* das vantagens competitivas vem caindo. A vida dos incumbentes tem sido mais intranquila. O mundo mais integrado diminui distâncias e aproxima a competição. A pressão para entregar performance imediata está por toda a parte.

Na era da comunicação digital, somos bombardeados a cada momento por informações novas, sobre um amplo espectro de assuntos e de geografias. Esse piscar incessante e instantâneo em nossas telas acaba funcionando como convites permanentes para revermos nossas decisões e atualizarmos nossas posições.

Dispomos hoje de uma enorme variedade de alternativas, além de uma possibilidade sempre aberta de mudar de opção. Com isso, o padrão de duração das nossas escolhas tem caído vertiginosamente. Vive-

mos numa "modernidade líquida" (Bauman 2000) e esta "liquidez liberta nosso gene impaciente" (Haldane 2010), no sentido em que nos oferece a oportunidade que buscamos de reverter o curso das nossas ações, ao invés de esperar pelo resultado futuro das nossas escolhas anteriores. Isto nos traz uma sensação de maior controle e, nas decisões financeiras, uma (falsa) percepção de menor risco.

Na vida cotidiana atarefada, acelerada, a sensação é que falta tempo. E tempo é o substrato para atuação do nosso sistema deliberativo. Sem tempo, ficamos refém dos processos automáticos, das decisões rápidas, do foco no horizonte curto. Enroscado no aqui e agora, o homem contemporâneo acaba rebaixando seu horizonte de visão, ficando forçosamente mais míope.

Identificadas as explicações para a predominância deste comportamento imediatista entre investidores e demais participantes no mercado de capitais, estamos aptos para, na próxima Carta, listar os problemas/custos associados a este padrão de decisões, bem como algumas sugestões que têm sido propostas para inibi-los. Terminaremos checando os efeitos práticos desta disposição curtoprazista sobre a nossa condição de investidores de longo prazo, com todas as vantagens competitivas que entendemos ter estratégias que maximizam valor ao longo de largos períodos de tempo.

Rio, 29/06/2012.

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até maio de 2012

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	96,0%	16,8%	4,3%
36 meses	100,3%	13,2%	2,4%
24 meses	42,7%	-1,8%	-13,6%
12 meses	12,6%	-6,8%	-15,9%
No ano	8,5%	-0,3%	-4,0%

Valor da cota em 31/05/2012 = R\$ 352,140102822

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	9,1%	9,1%	11,1%	11,1%
1994	245,6%	379,5%	165,3%	189,3%	58,6%	76,2%
1995	-3,6%	362,2%	-35,1%	87,9%	-13,5%	52,5%
1996	53,6%	609,8%	6,6%	100,3%	53,2%	133,6%
1997	-6,2%	565,5%	-4,1%	92,0%	34,4%	213,8%
1998	-19,1%	438,1%	-31,5%	31,5%	-38,4%	93,3%
1999	104,6%	1.001,2%	116,5%	184,7%	69,5%	227,6%
2000	3,0%	1.034,5%	-2,6%	177,2%	-18,1%	168,3%
2001	-6,4%	962,4%	-8,8%	152,7%	-24,0%	104,0%
2002	-7,9%	878,9%	-24,2%	91,7%	-46,0%	10,1%
2003	93,9%	1.798,5%	145,2%	369,9%	141,0%	165,4%
2004	64,4%	3.020,2%	45,0%	581,2%	28,2%	240,2%
2005	41,2%	4.305,5%	30,8%	790,7%	44,1%	390,2%
2006	49,8%	6.498,3%	43,2%	1.175,8%	46,4%	617,7%
2007	59,7%	10.436,6%	68,4%	2.048,7%	73,4%	1.144,6%
2008	-47,1%	5.470,1%	-50,1%	973,3%	-55,5%	453,7%
2009	143,7%	13.472,6%	151,9%	2.603,3%	144,0%	1.250,7%
2010	28,1%	17.282,0%	15,2%	3.013,2%	6,2%	1.334,5%
2011	-4,4%	16.514,5%	-20,6%	2.373,0%	-27,4%	941,7%

2012	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	12,0%	12,0%	15,5%	15,5%	19,9%	19,9%
FEV	8,6%	21,6%	7,1%	23,7%	6,2%	27,3%
MAR	-5,9%	15,1%	-4,0%	18,8%	-8,1%	17,0%
ABR	-3,5%	11,0%	-2,3%	16,0%	-7,7%	8,0%
MAI	-9,4%	0,6%	-18,2%	-5,1%	-17,5%	-10,9%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.643.993.385,00

(*) 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.

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