

Filosofia da Paciência

Na Carta anterior, classificamos em três grupos as principais explicações para encontrarmos tamanha prevalência de comportamentos e decisões curtoprazistas entre os participantes do mercado de capitais. Vimos, por exemplo, que elementos de natureza biológica, derivados da nossa arquitetura cerebral, nos empurram para escolhas de curto prazo, e que esta disposição genética encontra terreno fértil no mercado financeiro, generoso ofertante de recompensas imediatas.

A ideia agora é continuarmos o assunto a partir de outros ângulos: primeiro, comentamos os vícios e virtudes embutidas nesta orientação imediatista. Em seguida, apresentamos algumas sugestões que têm sido propostas em fóruns especializados no sentido de tentar promover um maior compromisso de longo prazo entre os participantes do mercado. Por fim, através de alguns casos concretos, ilustramos a discussão e seus impactos sobre o nosso cotidiano de investidores de longo prazo no mercado de ações.

Justificativas

Lembrando os conceitos das nossas Cartas sobre complexidade e sistemas adaptativos, para que o mercado preserve suas características fundamentais de robustez e eficiência é necessário que diversos perfis de investidores interajam de forma independente. O ecossistema do mercado de capitais exige uma ampla variedade de espécies, de investidores diferentes, sendo saudável a presença de participantes com estratégias de curto e curtíssimo prazo. Sob o nosso ponto de vista, a experiência nos ensina que muitas vezes são as reações exageradas dos investidores com horizonte curto que acabam gerando as melhores oportunidades para os investidores mais pacientes, tolerantes ao tempo. Além disso, estratégias de curto prazo são importantes não apenas para a robustez, mas também para a liquidez do sistema. E liquidez é o oxigênio do mercado, ingrediente essencial para um adequado funcionamento deste complexo mecanismo de sinalização de preços. Mesmo investidores de longuíssimo horizonte costumam fazer movimentos táticos de curto prazo, tentando maximizar no

trading curto os retornos de suas estratégias longas. E isto só é possível quando há liquidez nos mercados.

Importantes para o bom funcionamento dos mercados, estratégias de curto prazo também podem ser racionais e vencedoras. Os bons *traders*, sobreviventes de longo prazo num ambiente de extrema pressão seletiva, ainda que em minoria, são a melhor evidência de que é possível obter resultados consistentes sob este tipo de proposição de investimento. Além disso, conforme observamos na Carta anterior, existe uma preocupação saudável com o curto prazo, que se traduz num sentido de urgência por resultados, muitas vezes associado a uma pressão positiva por eficiência.

Por que então tanta desconfiança com o foco no curto prazo? Algumas explicações.

i) os ganhos de curto prazo podem ocorrer em detrimento de resultados mais duradouros no longo prazo. O aqui e agora é mais certo, mas pode sacrificar uma recompensa maior no futuro. O resultado da integral dos ganhos mais sustentados no futuro trazido a valor presente pode encontrar um valor superior ao do ganho imediato.

No universo corporativo, o foco excessivo no curto prazo oferece riscos de longo prazo para as companhias. Programas exagerados de corte de custos e despesas, que atinjam o treinamento de pessoal, a capacitação de executivos, o orçamento de P&D ou de sistemas de gestão, a fim de melhorar o balanço no curto prazo, podem trazer uma fatura mais cara à frente. Decisões de não realizar uma aquisição defensiva, eliminando um potencial competidor no futuro (Brasil Telecom, GVT), de desprezar os mercados-nicho por onde florescem futuras oportunidades ou ameaças (IBM, computar pessoal), de não promover adaptações importantes, em competências nucleares, na velocidade exigida pelo ambiente competitivo (Kodak, imagem digital), de não dedicar o tempo necessário para analisar os assuntos estratégicos, acabam conspirando no longo prazo contra a sustentabilidade e o crescimento dos negócios.

Há uma tradição de pesquisa na área de estratégia corporativa que defende a tese de que uma fonte genuína de vantagem competitiva seria "o resultado **cumulativo**

da adesão a uma série de políticas consistentes **ao longo de um período de tempo**". (Dierickx e Cool, 1989, grifo nosso). Ou seja, atributos estratégicos que garantem retornos excepcionais, só se desenvolvem com o tempo, num processo de concentração progressiva. São exemplos: um programa de investimento contínuo em ativos fixos, a acumulação gradual de conhecimento específico, de confiança mútua, de reputação corporativa, de construção de franquias, ou de competências organizacionais distintas. Nesta linha de argumentação, um foco excessivo no curto prazo, pode interromper esta trajetória virtuosa de acumulação, oferecendo desafios para a sustentabilidade futura da companhia.

ii) mais ativismo de curto prazo traz mais custo. Tudo o mais constante, quanto mais intensa a atividade de *trading* piores tendem a ser os resultados dos investimentos financeiros. No período 1945-1965, a taxa média dos custos de transação dos 25 maiores fundos mútuos americanos era da ordem de 0,8% do patrimônio total destes fundos. Entre 1983 e 2003, este mesmo custo subiu para 1%. Acontece que o patrimônio total dos fundos saltou de U\$ 0,7 bilhão em 1945 para U\$ 2,5 trilhões em 2004, crescendo 3,6 mil vezes (cfr Bogle 2005). Lembrando ainda que neste período os avanços tecnológicos diminuíram sensivelmente os custos por transação. Ou seja, o aumento no giro da carteira foi tão elevado que chegou a corroer parte do retorno dos investidores, num negócio de elevada alavancagem operacional.

iii) a orientação de curto prazo pode provocar externalidades negativas de longo prazo para a companhia e para a sociedade. A pressão do mercado por entregar resultados no curto prazo, somada à defesa dos interesses de carreira e remuneração dos executivos, pode gerar um ambiente de pouco cuidado com questões cujas repercussões só aparecem mais à frente.

iv) O foco no curto prazo pode trazer uma visão apenas parcial, compartimentada e, portanto, míope. Muitas disciplinas só se alcançam entendimento a partir de uma perspectiva mais ampla. Investir é uma atividade que lida com probabilidades e com fenômenos complexos. Na seara estatística, uma ótica de curto prazo nos empurra para a cilada das amostras de poucos eventos. Concluir que uma companhia é boa porque apresentou dois ou três bons trimestres consecutivos é quase como afirmar que a moeda é viciada porque entregou apenas cara ou coroa nas três primeiras jogadas. Precisamos de uma amostra maior para termos mais confiança em nossas afirmações. E isto só ocorre com o tempo. O curto prazo tende a superestimar as evidências recentes, desprezar a lei dos grandes números e negligenciar as tendências de convergência para a média, típicas de eventos repetitivos.

Fenômenos complexos, como tipicamente os são os mercados financeiros, produzem propriedades emergentes,

diferentes e superiores às partes integrantes, que só podem ser percebidas a partir de uma visão mais abrangente. Ou seja, focar no curto prazo ou em apenas alguns elementos nos impede de ver o sinal dado pela resultante do sistema. "Tem um vendedor grande na tela, a ação vai cair, vamos vender na frente", sugere a leitura imediata. No meio do caminho, o vendedor some, a companhia anuncia mais um bom contrato e lá vai o nosso *trader* 'técnico' recomprar num preço acima.

Consertos

A excessiva orientação de curto prazo nos mercados de capitais tem sido objeto de discussão em vários fóruns de ideias (*think tanks*), iniciativas que procuram fomentar uma agenda de longo prazo entre os participantes do mercado. "Acreditamos que os objetivos de curto prazo vêm erodindo a confiança nas companhias, que continuam sendo o fundamento do sistema de livre empresa americana, que, por sua vez, tem sido a base da nossa economia. Restabelecer esta crença significa restabelecer um foco de longo prazo para os nossos conselhos de administração, executivos, e mais particularmente, acionistas - se não voluntariamente, através de regulação adequada"¹. Outros já chegaram a citar a "tirania dos lucros trimestrais como a principal razão para o declínio percebido da economia ocidental" (cfr. Reppenning e Henderson, 2010).

Nos Estados Unidos, o encurtamento do horizonte de visão dos participantes do mercado encontra agravantes. Por duas características institucionais, principalmente: i) a predominância de uma estrutura de controle disperso; ii) a participação relevante de investidores institucionais, como *hedge funds* e fundos mútuos, muitos deles com foco no curto prazo. Sob esta combinação, aumentam as chances de que a vontade de investidores classificados como "ativistas de curto prazo" possa se fazer prevalecer, através de um domínio da representatividade - ainda que temporária ou apenas recentemente conquistada - no processo de eleição do conselho de administração ou mesmo da assembleia de acionistas.

Investidores de longo prazo sentem-se assim ameaçados de tornarem-se reféns desta agenda curtoprazista, eventualmente oportunística, ou até, no limite, extrativista. Daí a mobilização, no sentido de restaurar o equilíbrio de forças, e o apelo num tom quase ideológico.

A título de curiosidade, abaixo listamos algumas das sugestões hoje na pauta destas instituições:

¹ The Aspen Institute (2009). Como de costume as referências bibliográficas completas estão disponíveis em nosso site, no endereço: <http://www.dynamo.com.br/narbibliog.asp>.

- Alterações no regime tributário dos investimentos financeiros, no sentido de desestimular o *trading* de curto prazo e encorajar o ‘capital paciente’, as posições de longo prazo. Por exemplo, através de alíquotas de ganho de capital decrescente, em função do número de anos do investimento;
- Direitos políticos proporcionais ao tempo de duração do investimento nas companhias e/ou limite mínimo de tempo de investimento para poder participar de determinados atos societários;
- Aumentar as necessidades de divulgação e transparência entre os participantes, a fim de evitar situações de conflito. Por exemplo, quando um ativista, formalmente acionista da companhia, exerce seus direitos políticos ao mesmo tempo em que mantém uma posição *short* na ação. Ou no caso de situação de *takeover*, um investidor que use seus direitos políticos numa companhia para maximizar seus interesses econômicos na outra;
- Eliminação da prática das companhias de proverem *guidance* de lucros trimestrais ou, ao menos, adaptar a periodicidade do *guidance* em função do ciclo de vida das companhias e das necessidades de captação de recursos no mercado de ações. Assim, companhias menores, com ciclo de produto mais curtos, que precisam do mercado com maior frequência, poderiam continuar divulgando projeções de curto prazo. Companhias mais estabelecidas, diversificadas, podem suportar maior volatilidade no sentimento do investidor e assim não precisariam prover estimativas trimestrais;
- Os pacotes de remuneração dos executivos deveriam ser desenhados de forma a capturar não apenas o *upside* potencial, mas também o risco de *downside* de suas iniciativas, respeitando o princípio básico de alinhar seus interesses aos dos acionistas de longo prazo. Sendo assim, recomenda-se que o sistema de remuneração se fundamente em métricas de longo prazo, que os executivos possuam uma quantidade “significativa” de ações, *vestidas* num horizonte de três a cinco anos. Da mesma forma, a performance e a remuneração dos gestores de recursos também deveriam ser medidas num horizonte de tempo mais amplo, e não em bases trimestrais. Espera-se também que os gestores de recursos detenham parte importante de seus patrimônios investidos nos fundos, junto com os cotistas;
- A comunicação e a política de divulgação das empresas deveriam estar casadas com seus objetivos estratégicos de longo prazo. “Companhias têm os

acionistas que merecem”². As áreas de RI deveriam fazer um esforço genuíno de buscar os acionistas cujos perfis se identifiquem com os objetivos e estratégias de criação de valor e de crescimento de longo prazo. Nas palavras de Buffett (1983), comentando a estratégia de comunicação da Berkshire, ou seja, enquanto controlador de companhia aberta:

“Sentimos que uma participação societária de alta qualidade pode ser atraída e mantida se nós consistentemente comunicarmos nosso negócio e nossa filosofia como sócios – desprovida de qualquer mensagem conflitante – e depois deixarmos a auto seleção fazer o seu trabalho (...). Procuramos atrair investidores que entendam nossas operações, atitudes e expectativas. (É tão importante quanto, tentamos dissuadir aqueles que não as compreendem). Queremos aqueles que se entendam como donos dos negócios e invistam nas companhias com a intenção de permanecer um longo período. E queremos aqueles que mantenham seus olhos nos resultados dos negócios, não nas cotações do mercado”.

Naturalmente, devemos entender estas recomendações num contexto onde os acionistas de longo prazo no mercado americano se sentem ameaçados pelos “ativistas de curto prazo” nos fóruns de decisão corporativos. Daí, alguns itens nos parecerem polêmicos, demasiado heterodoxos, como o caso dos direitos políticos proporcionais ao período de permanência (*holding*) da posição. Por aqui, onde o controle ainda é predominantemente concentrado, a figura do acionista controlador em tese assegura um alinhamento na preservação dos interesses de longo prazo das companhias. De qualquer forma, algumas das sugestões são universais e deveriam ser perseguidas pelos participantes, como o alinhamento de longo prazo no desenho da remuneração de executivos e gestores, e a melhoria na qualidade da comunicação das companhias.

Implicações

Como tudo isso nos afeta enquanto investidores de longo prazo? Conforme vimos, uma das principais vantagens competitivas que nós aqui na Dynamo julgamos ter como investidor de longo prazo é a de poder aproveitar estas arbitragens de tempo que nos são oferecidas pelo mercado quando investidores de curto prazo reagem de forma excessiva a eventos/ notícias que pouco afetam os fundamentos de longo prazo das companhias. Nos investimentos em ações, esta obsessão pelo curto prazo impede a grande maioria de enxergar os efeitos de longo alcance. Em muitos casos, isto determina o fracasso e o sucesso do

² Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, CFA Institute, 2006.

investimento. Vejamos dois exemplos para concluir. No primeiro, a miopia de curto prazo nos impede de enxergar os riscos de longo prazo. No segundo, as oportunidades.

O setor imobiliário está no banco dos réus. Foi quem mais apareceu neste nosso ciclo recente de IPO. Empurrados por uma convergência positiva nos ambientes macro e micro, com destaque para a queda de taxas de juros, abundância de crédito no sistema bancário, medidas positivas de segurança jurídico-institucionais como a alienação fiduciária dos imóveis, melhoria nas condições de financiamento para os tomadores imobiliários, demanda reprimida visualizada pelo nosso déficit habitacional crônico, entre outras, o mercado imobiliário viveu uma lua de mel intensa com o mercado de capitais. Em um período de menos de dois anos, nada menos do que 23 companhias tornaram-se públicas captando recursos primários da ordem de R\$ 19 bilhões em 35 operações. Como o suporte para o otimismo dos investidores com o setor era uma tese de forte crescimento, desde a abertura de capital, as companhias já prometiam mudar rapidamente de patamar. Uma vez captados os recursos, as companhias de fato tentaram cumprir seus “compromissos” através de uma aceleração no volume de lançamentos, medidos pelo VGV (valor geral de vendas).

Num primeiro momento, os resultados medidos por este critério foram amplamente satisfatórios. Acontece que este é um setor de ciclo longo, e o champagne da celebração de um lançamento hoje pode cobrar uma boa enxaqueca na entrega (ou não) das chaves lá na frente. De fato, o que vimos nos capítulos seguintes àquele início de temporada eletrizante foi uma deterioração gradual das condições da pista, jogando para o *guard rail* algumas das escuderias que adotaram estratégias de corrida mais agressivas. A grande disputa pelo escasso banco de terrenos mais óbvios, a inflação nos custos de construção, a corrida pela diversificação geográfica sem uma estrutura de gestão compatível, as dificuldades operacionais advindas do crescimento numa indústria onde a curva de economias de escala chega a ser convexa (ou seja, a partir de certo ponto, o crescimento pode gerar entropia), acabaram conspirando contra aquelas perfeitas condições na largada.

O que se vê hoje são margens deteriorando, estoques de imóveis aumentando e algumas equipes trocando pilotos ou precisando ir aos boxes com urgência para se reabastecer de capital. Onze companhias amargam hoje uma queda superior a 40% do seu pico de valorização. Sete anos após o primeiro IPO imobiliário no Novo Mercado da Bovespa, o futuro já chegou para as companhias do setor, trazendo para algumas delas uma perversa alquimia dos tempos, transformando o que era euforia em agonia.

Raríssimas exceções conseguiram fugir desta ‘corrida sem vencedor’ (*winner’s curse*) que observamos no

setor imobiliário. A Helbor foi uma delas. Companhia de dono, contando com a presença firme e competente do controlador não apenas na orientação das decisões estratégicas, mas também na gestão operacional no dia a dia, a Helbor não se deixou seduzir pelo canto da sereia macro-setorial. Continuou tratando cada empreendimento como se único fosse, a modo artesanal, cultivando as qualidades que o manual do dever fiduciário prescreve, ou seja, com o mesmo cuidado e diligência de quem administra seu próprio negócio. No curto prazo lá de trás, a companhia talvez não tenha festejado tanta metragem de lançamentos quanto alguns concorrentes. Hoje, quatro anos e meio após seu IPO, a Helbor divide com seus acionistas a melhor performance do setor.

No exemplo do setor imobiliário, o foco predominante no curto prazo não permitiu que os investidores visualizassem os riscos de longo prazo embutidos naquelas proposições de investimento. Na verdade, para sermos mais precisos, a tese macro do setor imobiliário embutia um pressuposto de longo alcance: a tendência de redução das taxas de juros no país. Acontece, como vimos acima, que é próprio da nossa natureza buscar confirmações para nossas decisões, quantificar resultados parciais das nossas escolhas, contabilizar recompensas próximas. Neste caso, o VGV surge eleito como instrumento para satisfazer estas inclinações. Assim, os investidores caíram numa espécie de cilada cognitiva: embora, em tese, tivessem assumido como roteiro de voo uma conjectura macro de longo prazo, tornaram-se reféns de si mesmos, ao optarem por acompanhar uma métrica micro, de curto prazo, que pouco diz sobre a qualidade do desempenho futuro destas companhias.

De forma análoga, a atenção exclusiva ao curto prazo pode nos impedir de ver as oportunidades futuras, aquelas que só se materializam no longo prazo. Isto é muito comum nos projetos de longa maturação. Por definição, num horizonte de tempo mais dilatado, existem mais chances de eventos adversos ocorrerem, o que costuma incomodar os investidores em geral. E este nível de intolerância ao risco aumenta num ambiente de maior incerteza, típico do que vivemos atualmente.

Como vimos na Carta anterior, o vírus do desconto hiperbólico está por toda a parte. Se o valor de uma companhia é medido pelo fluxo de caixa livre descontado, isto significa que provavelmente os investidores ‘infectados’ estarão atribuindo um valor desproporcionalmente maior para os cinco primeiros anos do fluxo, menor para os cinco anos seguintes e tratando com algum desprezo para o ‘longínquo fluxo’ a partir de então. Sendo assim, investidores pacientes terão provavelmente uma boa oportunidade em projetos de investimento que maturam no longo prazo.

Geralmente, o mercado recebe com algum ceticismo anúncios de longos ciclos de investimento em projetos novos, expansões ou em aquisições que requeiram extração de sinergias ao longo do tempo. Quanto maior o prazo de maturação, mais chances de surgirem imprevisíveis ou acontecimentos negativos. Variáveis importantes, determinantes para o resultado do investimento, podem oscilar muito. A incerteza cresce no tempo. Investidores não gostam desta exposição prolongada ao risco, à possibilidade de mudança drástica nas condições iniciais e tendem a descontar com mais vigor empreendimentos desta natureza. Assim, a reação adversa do mercado neste tipo de anúncio feito por companhias estabelecidas, com saúde financeira e comprovada disciplina de capital pode se traduzir uma boa oportunidade para investidores de longo prazo. Foi assim com a Ambev quando anunciou a aquisição da Quilmes na Argentina e da Labatt no Canadá. O mesmo aconteceu no início da década quando a Gerdau partiu para as aquisições no Canadá e nos Estados Unidos.

Como nesta complexa tarefa de investir nada parece monotônico, observamos também o outro lado da moeda: quando os anúncios de aquisições são bem recebidos pelo mercado no curto prazo, mas se transformam em pesadelos mais à frente. Isto tem ocorrido entre algumas companhias que vieram a público mais recentemente prometendo entregar crescimento através de estratégias que privilegiam aquisições. Neste caso, cada transação é vista como um evento positivo no caminho destes 'consolidadores'. O simples anúncio do fechamento do negócio tem o poder de catalisar no presente o valor futuro esperado da transação, ao mesmo tempo em que confirma e reforça as expectativas do mercado com relação ao potencial de crescimento destes modelos de negócios. Acontece que em alguns casos o tempo tem mostrado os efeitos colaterais desta estratégia: *valuations* excessivamente altos pagos na entrada, dificuldades de integração de gente, sistemas ou culturas, surpresas negativas não detectadas na correria dos *due diligences* superficiais, entre outros.

Da mesma forma, programas de investimento transformacionais em companhias pré-operacionais também podem representar uma boa oportunidade para investidores de longo prazo. Isto porque, nos primeiros anos, mais próximos, onde os investidores costumam atribuir praticamente todo o valor do projeto, este ainda não está gerando caixa. E como a geração de caixa nesta fase inicial está ainda distante, o mercado atribui um desconto muito grande para estas companhias, principalmente em períodos de incerteza, de maior aversão a risco. À medida em que o tempo passa, confirmando a competência de execução da empresa e a viabilidade comercial do empreendimento, a proximidade da efetiva entrada em operação do projeto com a subsequente geração de caixa

produzem o efeito de uma rápida redução na percepção de risco entre os investidores. Ocorre uma mudança de estado, um ponto de inflexão, de reversão de preferências dos investidores quando o projeto deixa de ser visto como consumidor de caixa ou criador remoto de valor para um gerador próximo ou efetivo de caixa. É o assim chamado *de-risking* acelerado. Este parece ter sido, por exemplo, o caso da MPX nos últimos dois anos.

Os custos sociais de um enfoque curtoprazista, aquele que vem em detrimento de resultados mais sustentáveis no longo prazo, são devidamente conhecidos. Também já se desenhou uma agenda de iniciativas no sentido de evitar que a miopia do curto prazo prevaleça no universo de decisões corporativas e financeiras. Acontece que propriedades inerentes aos mercados acolhem disposições arraigadas na fisiologia do nosso mecanismo de decisão inclinando-nos para o curto prazo. Sem falar nos incentivos dispostos para o curto prazo e nas pressões exercidas pelo ambiente. Sendo assim, por mais que se queira impor mecanismos exógenos de redirecionamento, via regulação ou governança, forças internas poderosas alinham-se para manter o *status quo*, ou seja, esta disposição dos mercados para o curto prazo. Enquanto não conhecemos a resultante destas forças, nossa condição de investidores de longo prazo, pacientes e disciplinados, nos capacita de uma enorme vantagem neste ambiente altamente competitivo. Um privilégio que dispomos como gestores, uma perspectiva de retorno qualificado para os nossos cotistas.

Rio de Janeiro, 20/07/2012.

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

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	92,1%	13,3%	-0,1%
36 meses	103,7%	18,9%	5,6%
24 meses	43,9%	4,0%	-10,8%
12 meses	17,1%	-4,5%	-12,9%
No ano	11,1%	0,5%	-4,2%

Valor da cota em 30/06/2012 = R\$ 360,850849496

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%
JUN	2,5%	3,1%	3,9%	-1,4%	-0,2%	-11,1%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.661.231.809

(*) 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