

## BVMF II

Na Carta anterior, vimos em perspectiva o contexto da desmutualização/IPO da BVMF, seguindo a tendência das principais bolsas no mundo. Em seguida, descrevemos as principais áreas de atividade da Companhia, bem como sua proposta diferenciada de valor, calcada num modelo de negócios diversificado e integrado. Terminamos fundamentando a oportunidade do início do nosso investimento, quando nutríamos uma visão mais benigna do que o mercado em relação aos aspectos defensivos da tese, notadamente em relação à estabilidade da regulação e à exposição à concorrência. Após um merecido fôlego para o nosso leitor perseverante, retomamos agora a segunda parte da narrativa.

Além deste quê de *contrarian*, naquela altura do início do nosso investimento (2011) já estavam desenhados alguns projetos importantes que quando levados a cabo deveriam reforçar ainda mais a vantajosa posição competitiva da BVMF. Entre eles, destaca-se o projeto de integração das *clearings* (IPN).

Herança da combinação das bolsas de valores e de derivativos em 2008, a BVMF desde então vinha administrando quatro câmaras de compensação: i) de ações e renda fixa privada (antiga CBLC); ii) de derivativos financeiros e de commodities; (iii) do mercado interbancário de câmbio pronto; e (iv) de títulos públicos federais. A multiplicidade redundava em ineficiências óbvias: quatro sistemas de administração de risco, quatro processos de *back-office*, quatro arquiteturas de TI distintas, quatro pools de garantia, e por aí vamos. Desde a época da fusão já se pensava na integração das câmaras, mas a empreitada teve início de verdade em 2011. A Bolsa não divulga precisamente quanto foi gasto desde então, mas sabe-se que o IPN consumiu a maior parte do capex acumulado de R\$ 1,6 bilhão neste período. Em agosto de 2014, foi entregue a primeira versão (V1), o módulo de derivativos, e o novo sistema de risco CORE. Em março

de 2017, está prevista a migração final da segunda versão (V2), o módulo de ações.

A unificação das câmaras promete trazer repercussões interessantes para os participantes do mercado e da Bolsa, entre os quais destacam-se: i) redução de custos, com a padronização de regras, unificação de sistemas e maior automatização de processos; ii) maior eficiência na gestão de caixa, através da compensação de débitos e créditos dos diferentes mercados em um único saldo líquido. Estima-se uma economia diária de liquidez em cerca de R\$ 500 milhões, com base nos fluxos históricos; iii) liberação de recursos de margens e garantias com a implantação do novo sistema de cálculo de risco com visão de portfólio, capaz de reconhecer riscos e proceder à compensação entre as diversas classes de ativos. Neste caso, está prevista uma liberação de recursos do sistema de R\$ 20 bilhões na primeira fase do projeto<sup>1</sup> e mais R\$ 10 a 15 bilhões na segunda fase; iv) atualização da arquitetura de TI para o estado da arte, melhorando a robustez dos sistemas e ampliando a capacidade total de processamento.

Além destes benefícios diretos para os usuários, a integração das *clearings* reforça ainda mais a privilegiada posição competitiva da Bolsa. Um eventual entrante que se proponha estabelecer um ambiente de negociação alternativo para um novo produto, por exemplo, futuro de índice de renda fixa ou swap cambial, não conseguirá oferecer a seu cliente o *netting* de margens e garantias caso este negocie também em outros mercados, o que compromete substantivamente a proposta de valor. Alguns questionam a BVMF pela lenta velocidade de implementação do projeto de integração das *clearings*, que sofreu sucessivas revisões na data para o *go live* das versões. Abrangência, complexidade, parcimônia e prudência figuraram na lista oficial de justificativas. O fato é que enquanto a integração acontecia, a Companhia não se permitiu prestar serviço de

<sup>1</sup> Na ausência de implementação desta fase de integração das *clearings*, estimou-se no final de 2015 que a margem requerida para o grupo dos 50 principais clientes aumentaria de R\$ 60 bilhões para R\$ 80 bilhões.

*clearing* para terceiros, dificultando a vida de um eventual concorrente.

Uma vertente promissora no case de investimento da BVMF é o seu potencial de crescimento. A BVMF já vem mostrando uma diversificação interessante de receitas, embora o mercado ainda teime por vezes em associar o desempenho operacional da Companhia linearmente ao lbovespa – o que, diga-se de passagem, nos confere vez ou outra oportunidade para calibrarmos o tamanho do nosso investimento. Alguns elementos combinados explicam este fenômeno da diversificação: i) o aumento consistente da quantidade de transações (*turnover velocity*) com o avanço de um perfil de investidor mais intensivo em *trading*, como os *high frequency*, o que tem compensado parcialmente o desempenho errático do preço das ações<sup>2</sup>; ii) a atualização da política de tarifação, através da qual os serviços de pós-negociação ganharam peso no relativo de preços cobrados; iii) o aumento da relevância da BM&F, através, por exemplo, dos contratos de taxas de juros e de câmbio.

Outra tendência interessante de crescimento de receitas para as bolsas diz respeito à monetização de dados (*market data*). Em países como os Estados Unidos, onde a maior fragmentação dos mercados trouxe mais assimetrias e acentuou o valor da informação para os participantes, já se fala até em uma “mudança direcional” no modelo de negócios das bolsas, onde as receitas com base em transações dariam lugar às “subscrições recorrentes”, ou seja, a uma venda regular de pacotes de dados em tempo real. Por aqui, ainda não visualizamos tamanha transformação, mas o fato é que esta linha tende a ganhar espaço na receita consolidada da BVMF. E isso no contexto de um país onde a penetração de produtos financeiros é baixa e o mercado de capitais ainda mostra-se incipiente quando comparado a outras economias no mundo.

Existe um considerável potencial para aumento de volume nos contratos e serviços existentes. A experiência internacional indica que ingredientes exógenos como uma maior educação/sofisticação financeira dos indivíduos, tendências demográficas como o envelhecimento da população e a consequente necessidade de um melhor gerenciamento da poupança das famílias, além de um ambiente macro-institucional mais saudável, produzindo crescimento econômico com estabilidade e maior abertura

econômica, funcionam como vento de popa que inflam as velas de um desenvolvimento mais sustentável do mercado de capitais. Tudo isso conspira não apenas para uma valorização nos preços dos ativos existentes, mas também para que novas companhias tornem-se públicas, assim como para o surgimento de novas necessidades de gestão de risco e de passivos, fortalecendo os mercados de ações e de derivativos.

Na verdade, fazendo um balanço crítico dos resultados da Companhia nos últimos anos, vemos que a linha de receita ficou aquém das nossas expectativas iniciais e do que era anteriormente projetado pelo consenso dos analistas. Ou seja, a BVMF não entregou o crescimento esperado, muito em função deste ambiente externo particularmente adverso no período. Com isso, os resultados operacionais ficaram pressionados e o EBITDA praticamente manteve-se estável nos últimos cinco anos. Se por um lado, a falta de crescimento frustrou as expectativas, por outro, provou a resiliência do modelo de negócios da companhia. Novamente, num período bastante conturbado, a BVMF continuou gerando caixa livre suficiente para remunerar seus acionistas, além de conseguir financiar os programas mais pesados de investimentos, importantes para consolidar sua hegemonia no mercado. A Companhia portanto aproveitou a relativa estiagem para trabalhar duro atualizando as velas (equipamentos, sistemas, integração das *clearings*) e parece bem posicionada para capturar o potencial de propulsão quando um novo regime virtuoso de ventos voltar a soprar.

Outra lição do período foi o entendimento de que a BVMF não pode depender tão umbilicalmente do alinhamento de elementos externos para avançar. É preciso desenvolver força motriz própria, notadamente através do desenvolvimento de novos produtos financeiros, capturando demanda e estimulando novos nichos de mercado. E assim, novas funcionalidades no tesouro direto, ETFs de renda fixa, BDRs não patrocinados, futuro de cupom de IPCA, listagem de fundos de investimentos imobiliários, empréstimos de ativos, opções de ações, por exemplo, já foram lançados ou figuram na pauta de lançamentos futuros.

Este conjunto de iniciativas tende a despertar demandas reprimidas, ampliando as linhas de receita da BVMF. Quando se desenvolvem na forma de contratos desenhados internamente, apresentam a vantagem adicional de tornarem-se propriedade intelectual da Companhia. Diferente das ações que são títulos de propriedade das empresas, estando sujeitos a serem negociados em outras plataformas – como os ADRs, recibos de companhias brasileiras negociados nas bolsas americanas – no caso

---

2 No mercado de ações, a BVMF cobra um percentual sobre o volume negociado. O volume resulta da multiplicação do preço dos ativos pela quantidade de transações. Daí que, como resultante deste produtório, o maior volume de transações tem parcialmente compensado o desempenho mais fraco da valorização dos ativos ao longo destes últimos anos.

de um contrato de futuro de NTN-B, por exemplo, ele não será fungível e dificilmente será negociado por terceiros. A experiência internacional mostra que um mesmo tipo de contrato raramente passa a ser negociado com liquidez razoável em outro ambiente de negociação. No jargão da indústria: 'contrato não costuma roubar liquidez' ou seja, a iniciativa de competir com contrato de terceiro não costuma progredir.

Uma maior diversificação no portfólio de produtos tem trazido benefícios adicionais. Hoje, 22% da receita da BVMF já é atrelada ao dólar. Isso confere um *hedge* interessante, já que historicamente os movimentos abruptos de queda dos preços dos ativos no mercado doméstico costumam vir acompanhados de ajustes no câmbio. Ou seja, uma base de receita denominada em dólar atua como colchão amortecedor de impacto nestes momentos difíceis. Outra tendência interessante observada tem sido a perda de importância relativa dos bancos na receita da Companhia. Nos contratos de juros de moeda local, por exemplo, as instituições financeiras saíram de uma participação de 60,5% em janeiro de 2004 para apenas 17,7% em outubro de 2016. As instituições financeiras em conjunto, como clientes importantes da BVMF, sempre representaram uma ameaça competitiva potencial para a Bolsa. Mesmo sem a intenção declarada de estabelecer uma plataforma alternativa, temia-se que no exercício deste poder de barganha a agenda de desenvolvimento de produtos da BVMF pudesse ser capturada pela prioridade de interesses dos bancos. Com a gradual diluição desta participação, em tese reduz-se a intensidade deste conflito potencial. Por outro lado, quanto mais bem sucedida for a BVMF na melhoria de seus serviços e no lançamento de novos produtos, maior a ameaça potencial ao negócio das instituições financeiras, dada a desintermediação de serviços e produtos bancários que isso pode gerar. Dito isso, o assunto merece ainda mais atenção no contexto da transação com a Cetip, como veremos abaixo.

Em fevereiro deste ano, a BVMF anunciou sua intenção de adquirir a totalidade das ações da Cetip. Constituída em 1984, desmutualizada em 2008 e listada na Bovespa desde 2009, a Cetip é a maior depositária de títulos privados de renda fixa e maior câmara de ativos privados do país. Possui um modelo integrado atuando no registro, custódia e liquidação dos ativos de renda fixa e derivativos de balcão, além de oferecer uma plataforma para negociação eletrônica para o mercado secundário de títulos públicos e privados. A Cetip possui ainda uma lucrativa unidade de negócios voltada para o financiamento de veículos, centralizando registros, custódia e gravames

envolvidos nas transações deste mercado. Embora seus segmentos de negócios fossem mais complementares do que comuns, a Cetip representava a maior ameaça competitiva para a BVMF. As duas travavam uma espécie de guerra fria e vinham se municiando através de investimentos elevados em infraestrutura tecnológica, o que em tese as capacitaria para uma eventual investida em mercados dominados pela respectiva rival. De fato, a BVMF movimentou tropas ao lançar sua plataforma de balcão de renda fixa, o que fez com que a ICE (Intercontinental Exchange), principal acionista da Cetip, adotasse uma posição mais ativa no sentido de defender as linhas de negócios da companhia, ao mesmo tempo em que ensaiava contra-atacar a BVMF. Neste contexto, a iniciativa de combinação de forças, já ensaiada anteriormente, encontrava-se no radar dos investidores e fazia muito sentido estratégico para ambas as companhias.

A proposta da BVMF consiste em remunerar os acionistas da Cetip parte em dinheiro, parte em ações. A parcela em dinheiro de cerca de R\$ 8 bilhões será financiada com os recursos obtidos com a venda da participação que a BVMF detinha na CME (R\$ 5,5 bilhões), além da captação de R\$ 3 bilhões em debêntures e de US\$ 125 milhões em empréstimos. Como as companhias combinadas podem gerar EBITDA em torno de R\$ 2,6 bilhões em 2017 e terão deixado para trás o ciclo mais pesado de capex, a operação não impõe sobrecarga na alavancagem. Neste aspecto, o *timing* do desinvestimento foi muito preciso: capturou no caminho a apreciação do valor de mercado da CME, bem como os ganhos com a desvalorização do Real desde então, viabilizando *funding* para parte importante do cheque da transação com a Cetip, além de destravar um valor substancial para os acionistas da BVMF, onde a participação na companhia americana era mal precificada pelo mercado.

O preço oferecido pela Cetip não é uma barganha (cerca de 18x o lucro de 2017), mas os efeitos de uma eventual escalada competitiva poderiam se provar bem mais custosos para a BVMF. Os ganhos fiscais com amortização de ágio e com juros sobre capital próprio são relevantes, além das sinergias operacionais. Parte destas (30%) serão devolvidas aos clientes e um comitê de precificação onde os bancos terão a maioria dos assentos será instituído estatutariamente, o que evidencia a resiliência destes *stakeholders*, bem mais relevantes no negócio da Cetip do que da BVMF. A integração das culturas e dos sistemas distintos também será um desafio a ser transposto. No passado recente a Cetip se notabilizou junto aos seus clientes como um prestador de serviços ágil e eficiente

– características estas que devem ser preservadas e até disseminadas, mesmo dentro de uma estrutura maior como a BVMF-Cetip. Como já vimos em várias outras operações de fusão, a experiência de integração das tecnologias e de síntese das culturas da Bovespa e da BM&F não foi das melhores, tendo o processo se arrastado por mais tempo do que o recomendável. Esperamos que as lições tenham sido absorvidas. É um aspecto a ser monitorado de perto.

O valor de mercado da BVMF antes da incorporação da Cetip é de R\$ 30 bilhões. A Companhia possui pouco menos de R\$ 9 bilhões de caixa líquido e gera quase R\$ 2 bilhões de caixa recorrente por ano. Após a incorporação, com a respectiva emissão de ações e o pagamento em dinheiro, o valor de mercado aumenta para R\$ 35 bilhões e a geração de caixa recorrente das companhias combinadas se mantém em aproximadamente R\$ 2 bilhões já que a diminuição da receita financeira é compensada pela geração de caixa da Cetip. Deduzindo-se o valor presente do benefício fiscal do ágio do valor de mercado, chegamos no *valuation* de 1,6x o múltiplo de P/L para 2017. Com este nível de geração de caixa, a BVMF-Cetip deverá passar por uma rápida desalavancagem financeira nos próximos anos e/ou voltar a aumentar o nível de payout dos 80% de 2016 para patamares históricos próximos de 100%, gerando um *dividend yield* de quase 6%. Ou seja, o *valuation* das companhias combinadas parece razoável e o resultado final para os acionistas da BVMF com o *deal* da Cetip surge promissor: as linhas de receita se diversificam em segmentos com alto potencial de crescimento, diluindo ainda mais a dependência do comportamento volátil do mercado de ações e tornando remota a possibilidade de um novo entrante agredir de forma importante a BVMF-Cetip. Quanto mais abrangente seu portfólio de produtos, quanto mais extenso o nível de integração das atividades de retaguarda, mais fortalecida se torna a posição competitiva da BVMF.

Do ponto de vista dos reguladores, a transação parece fazer sentido porque facilita a migração das operações de derivativos de balcão da Cetip para uma estrutura de CCP, elimina o risco potencial de se estabelecer os incentivos para uma “corrida para o fundo” regulatória, além de favorecer a supervisão do mercado com a consolidação das operações num único participante. Num primeiro parecer técnico, o CADE registrou que a sobreposição horizontal entre as atividades das duas companhias seria pouco relevante, reconheceu os ganhos potenciais de eficiência para o sistema, não encontrando motivos para reprovar a transação. Por outro lado, admitiu que a fusão potencialmente elevaria ainda mais as barreiras competitivas para um novo entrante, o que o levou a sugerir que a aprovação viria

acompanhada por eventuais “remédios”<sup>3</sup>, tais como, provavelmente, a necessidade de viabilizar a terceiros algum acesso à central depositária, na qualidade de instalação essencial (*essential facility*). É sempre difícil antecipar o teor final das decisões sobre atos de concentração, mas, neste caso não nos parece provável a imposição de restrições mais duras como regulação de preços.

Sob a ótica do quadro de pessoal, a Cetip conta com um time de executivos competente, que pode trazer complementariedade e diversidade interessantes para o quadro da BVMF. O processo de integração poderia servir como elemento catalisador para a Companhia reforçar o objetivo de perseguir uma cultura corporativa mais pronunciada, que deveria se traduzir, por exemplo, num programa mais efetivo de formação de quadros internos. Arejar a discussão sobre esses temas seria particularmente oportuno no momento em que se começa a pensar de uma maneira mais estruturada na sucessão do CEO, que foi diretor geral da BM&F de 1999 a 2008 e desde então tem estado à frente da companhia. Ao longo do caminho, a BVMF parece ter sucumbido à tentação frequente entre as companhias de capital pulverizado que é o de implementar um pacote de remuneração generoso para seus executivos. Neste caso, foram incluídos expedientes como um plano de opção de compra de ações com um preço de exercício 50% abaixo do preço de mercado e um programa de participação nos resultados sem a adequada sensibilidade ao atingimento de metas. A partir da interação de alguns investidores, entre os quais a Dynamo, a Companhia tem se mostrado disposta a promover aperfeiçoamentos, na direção de restabelecer um maior equilíbrio nos incentivos. Esta abertura ao diálogo espelham boa fé e maturidade por parte dos atuais executivos e conselheiros.

Com a mudança do regime consorciado para empresa de capital pulverizado, o Conselho de Administração da Companhia adquire ainda maior protagonismo. Às suas funções e responsabilidades conhecidas e bem delineadas pela nossa Lei da S.A., adiciona-se neste caso o papel de atuar como fiel da balança de um mandato tríptico e muito peculiar da Companhia: perseguir o lucro, exercer a autorregulação e promover o desenvolvimento do mercado de capitais. Os conflitos são permanentes e nos parece que a presença de acionistas de longo prazo no Conselho pode contribuir para as discussões em torno do melhor exercício deste delicado equilíbrio.

3 Os chamados remédios são as restrições, mitigações ou eventuais compensações que os órgãos competentes impõem às participantes na aprovação dos atos de concentração.

Atentos aos riscos que podem afetar nossos investimentos, seguimos monitorando em nosso radar alguns corpos piscantes. Além daqueles mencionados acima – sucessão-CEO, integração com a Cetip, postura dos bancos, remédios CADE – temos ainda no CARF (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais) o acompanhamento das discussões sobre o aproveitamento fiscal da amortização do ágio nas incorporações que deram origem à atual BVMF, além da questão do tratamento tributário dos planos de opções de ações. A primeira, mais relevante, deve resultar em perda no julgamento do mérito, mas com a possibilidade de recurso e decisão final demorada, além de eventual refinanciamento do débito (REFIS), o efeito prático a valor presente tende a ser reduzido. Outra questão pontual e de difícil inferência diz respeito à possibilidade de extinção da prerrogativa de pagamentos de juros sobre capital próprio (JCP), o que significaria um aumento relevante na alíquota efetiva de imposto de renda.

Por fim, uma nota sobre algo ainda remoto, mas que merece ser pautado pela potencial gravidade de seu impacto. Vigilantes às ameaças de ruptura tecnológica que já se fazem presentes em diversos segmentos de negócios, inscrevemos em nosso mapa de monitoramento o progresso das tecnologias digitais que podem vir a colidir com nossos investimentos. No caso das bolsas, trata-se da tecnologia conhecida como *blockchain*, que já vem recebendo atenção dos players mais antenados, como a Bolsa Australiana (ASX) e a própria BVMF, entre outros. Não temos o conhecimento técnico necessário nem a pretensão de descrevermos o funcionamento desta complicada engrenagem em construção – que se originou e reside no cerne do funcionamento da moeda virtual conhecida como *bitcoin*. Indo para o final, o *blockchain* almeja se transformar em um banco de dados universal e descentralizado que armazena o registro de todos os ativos e transações executadas entre seus participantes. Trata-se de uma plataforma aberta onde os blocos de informações são adicionados nos livros-razão digitais e validados através de um processo consensual por todos os usuários, com base em tecnologias do campo da criptografia. Com isso, estariam eliminadas as assimetrias das trocas e dissolvidas as desconfianças entre os indivíduos<sup>4</sup>. Mais relevante para o nosso propósito nesta Carta, o

*blockchain* resultaria em uma completa desintermediação entre as contrapartes. Entidades como as *clearings* e as centrais depositárias simplesmente caducariam. As atividades de registro e custódia em tese seriam ainda mais facilmente deslocadas, impondo ameaças contundentes à Cetip, onde estes segmentos são muito relevantes. Daí o interesse das bolsas, da BVMF – e o nosso – em acompanhar o assunto.

Como dissemos, o *blockchain* ainda está ensaiando os primeiros passos e encontra pela frente consideráveis desafios – tecnológicos, regulatórios, legais, socioeconômicos, culturais, psicológicos – a serem transpostos. Sabemos que processos complexos com estruturas ainda não dominadas e objetivos longínquos podem perfeitamente desviar no caminho resultando em arranjos diferentes daqueles inicialmente projetados. Nessa linha, poderíamos até imaginar configurações que beneficiariam as bolsas incumbentes, por exemplo, se não atingirmos a desintermediação completa e tivermos que admitir a existência de uma entidade para administrar a rede. Esta entidade poderia ser pública ou privada. Neste caso, as bolsas que participassem do processo desde o início se tornariam fortes candidatas para desempenhar este papel. A ruptura eventualmente se transformaria em oportunidade. Sob a ótica mais terrena do nosso investimento, vale registrar que um grupo de executivos da BVMF vem acompanhando de perto os desdobramentos desta tecnologia, atento às repercussões que possam vir a causar no modelo de negócios da Companhia. Como investidores de longo prazo, apreciamos este tipo de mentalidade proativa, que vai ao

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até dezembro de 2016*

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
<b>60 meses</b>	88,5%	25,8%	6,1%
<b>36 meses</b>	42,8%	16,4%	16,9%
<b>24 meses</b>	34,0%	19,7%	11,3%
<b>12 meses</b>	18,8%	36,7%	38,9%
<b>No ano (2016)</b>	18,8%	36,7%	38,9%

Valor da cota em 31/12/2016 = R\$ 612,104574

4 E portanto estaríamos diante de um arranjo tipicamente Northiano (nos termos da Carta Dynamo 89, sobre a obra de Douglass North), numa versão contemporânea/digital das instituições, como tão bem observou a pesquisadora Bettina Warburg, em:

[https://www.ted.com/talks/bettina\\_warburg\\_how\\_the\\_blockchain\\_will\\_radically\\_transform\\_the\\_economy#t-567470](https://www.ted.com/talks/bettina_warburg_how_the_blockchain_will_radically_transform_the_economy#t-567470).

# DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

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	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-5,8%	-5,8%	-10,0%	-10,0%
FEV	4,9%	-1,2%	7,6%	-3,1%
MAR	22,1%	20,7%	30,8%	26,7%
ABR	8,3%	30,7%	11,1%	40,7%
MAI	-6,2%	22,6%	-13,7%	21,4%
JUN	17,6%	44,3%	19,1%	44,6%
JUL	4,4%	50,7%	10,2%	59,4%
AGO	-1,7%	48,0%	1,0%	61,0%
SET	-0,1%	47,9%	0,6%	62,0%
OUT	5,3%	55,8%	13,5%	83,8%
NOV	-12,4%	36,4%	-10,7%	64,2%
DEZ	4,4%	42,4%	1,4%	66,5%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 2.516.799.301

(\*) 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.

encontro do futuro onde ele estiver, ao invés de ir de encontro a ele, quando ele invariavelmente chegar.

A BVMF é um investimento com fundamentos bastante interessantes, porém nada simples. Exige um monitoramento contínuo e sobriedade para distinguir os sinais dos ruídos. Inovações tecnológicas e atualizações regulatórias vêm transformando rapidamente a paisagem da indústria no mundo. As plataformas de negociação tornaram-se vulneráveis. As operações de compensação e liquidação ficaram mais complexas e sujeitas a um maior escrutínio dos reguladores. O valor foi se deslocando conforme a cronologia das atividades da cadeia. Os benefícios dos efeitos de rede e dos ganhos de escala passaram a ser percebidos também na pós-negociação. O tempo acabou referendando como acertado o arranjo de organização da indústria no Brasil, onde os reguladores preferiram preservar a estabilidade do sistema e o incumbente optou por não abusar da sua condição de monopolista. O modelo vertical da BVMF provou-se vencedor e agora é perseguido pelos demais players lá fora. Por fim, a integração das *clearings* e a aquisição da Cetip são decisões estratégicas corretas, no sentido de tornar o negócio da BVMF ainda mais robusto e resiliente.

Rio de Janeiro, 17 de janeiro de 2017.

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](http://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