

Os Afortunados¹

Conta-se que a história teria acontecido nos anos 80, no Departamento de Engenharia da Universidade da Califórnia em San Diego (UCSD). Durante uma aula de estatística avançada do programa de Doutorado, alunos e professor discutiam as vicissitudes da chance num mundo que busca obsessivamente previsão e certeza. Na formulação dos tipos polares dessa encrenca, sugeriu-se de um lado o tradicional cara e coroa como suprassumo da pura sorte. Nenhum talento ou inteligência influencia o resultado do jogo. Sorte pura. De outro e com inspiração mais literária lembrou-se da fabula do engenhoso empreendedor Robinson Crusó. Naufrago solitário em uma ilha isolada, constrói um pequeno império. Talento e esforço em seu estado mais conspícuo.

Começando pela sorte: lança-se (sem truques) uma moeda (sem vícios) para o ar e a face visível indica o vencedor. Não é possível treinar ou se preparar para melhorar o desempenho. A probabilidade de ganhar será sempre exatamente igual à probabilidade de perder. Esteriliza-se toda competência, toda habilidade. Não há nada a fazer a não ser esperar o que a moeda vai dizer.

Pode-se imaginar o espanto dos alunos quando no dia seguinte o professor apresentou à turma um indivíduo que, num torneio, havia vencido um cara ou coroa 10 dez vezes seguidas. Algo que acontece com probabilidade $(1/2)^{10}$. Não exatamente uma raridade, mas improvável o suficiente para que todos admirassem genuinamente a *performance* do sortudo. Admirassem sua *performance* mas não o próprio, cujo papel naquilo

tudo é sabidamente nulo. Que fossem 100 ou 1000 as partidas ganhas, ainda assim não haveria sentido algum em quem quer que seja se considerar um especialista no esporte. Ou dizer que “deu tudo de si”. É obra do acaso, não do engenho ou do esforço.

A surpresa foi ainda maior quando uma semana depois uma jovem foi levada à sala de aula, sendo ela também uma vencedora de 10 sequencias ininterruptas de cara ou coroa. Os alunos acharam tudo aquilo esquisitíssimo, mas em respeito ao professor apenas deram os parabéns a nova campeã - ainda que não vissem mérito algum naquela vitória. Não deixaram de sublinhar a sorte daqueles dois e a espantosa coincidência do professor encontrá-los justamente quando estavam discutindo o assunto.

Dali a três dias, espertamente, o professor anunciou que mostraria outra pessoa que também conseguira o mesmo resultado. Foi demais. Os alunos resolveram se manifestar com mais desinibição. Com todo o respeito e de certa forma constrangidos, pediram para assistir aqueles campeonatos estranhos onde anomalias aconteciam aparentemente com razoável frequência. Ver para crer. Solícito, o professor levou-os até o quadro negro. Ali desenhou o que seriam 1024 pessoas organizadas em 512 pares para uma primeira rodada de cara ou coroa. Restaram 512 que em 256 pares fizeram a mesma coisa. E assim por diante até que, na décima rodada sobraram apenas 2 pessoas. Uma delas em menos de 15 minutos teria obrigatoriamente vencido 10 rodadas seguidas. Um simples algoritmo seria capaz de gerar tantos sortudos quantos se desejasse. Produção industrial de raridades: belo paradoxo e boa didática. A inteligência domestica o acaso? É claro que a sutileza está na facilidade de se obter com a mais cristalina certeza este *track record* de baixíssima probabilidade, porém sem se poder saber a priori qual das 1024 pessoas chegará lá. Esta seleção, a do sortudo, acontece por absoluto e mero acaso. É, do ponto de vista prático, um sorteio honesto.

¹ Na redação desta Carta, usamos fundamentalmente três fontes: (1) “*The Foundations of Modern Political Thought*”, Vol. 1 – “*The Renaissance*” de Quentin Skinner, Cambridge University Press, 1978, especialmente o capítulo 5, “*The Age of Princess*”, (2) “*The Empire of Chance – How Probability Changed Science and Everyday Life*”, vários autores, Cambridge University Press, 1989 e (3) “*The Broken Dice And Other Mathematical Tales of Chance*”, de Ivar Ekeland, The University of Chicago Press, 1991. Uma lista completa da bibliografia a que recorreremos na elaboração do texto estará disponível em nosso site.

Tornou-se comum ao final de certos períodos relativamente curtos (dia, mês, trimestre, semestre, ano no máximo) a publicação de rankings dos melhores fundos por categoria de ativos. Aqueles que ocupam os primeiros lugares são considerados os mais rentáveis ou pelo menos o foram naquele intervalo de tempo. Satisfação para seus investidores, inveja para os que não tiveram a clarividência (sorte?) de lá colocarem seus recursos. Esta situação guarda certa semelhança com a que descrevemos acima. Caso não se reconhecesse nenhuma habilidade específica – o que é evidentemente absurdo ou ao menos esperamos que seja - na atividade de gestão de fundos de investimento, o mercado poderia ser pensado como um complexo algoritmo que depois de várias escolhas de cara ou coroa (claro que as alternativas neste caso são muito mais numerosas) aponta vencedores. Nada impediria que tal vitória fosse celebrada e explicada posteriormente com uma longa descrição de métodos, ideias, inteligência, princípios e ciência. E que Cartas e Relatórios Anuais elegantes fossem redigidos provando talento onde houve apenas a sorte nos dados.

Sendo uma atividade onde participa a subjetividade dos agentes e um número incalculável de variáveis, não há dúvida que ao menos um componente de acaso está presente no desempenho dos gestores. E quanto mais curto o período analisado, mais verdadeira é essa afirmativa. Tal componente, se pensado isoladamente, interfere nos resultados exatamente da mesma maneira pela qual descrevemos o algoritmo do professor. Alguém lá na frente terá a melhor *performance*, mas não é possível saber a priori quem será. Ora, não cabe julgamento de competência onde se depende da mera chance. Fosse a gestão destes fundos um sorteio constante, aos investidores restaria apenas fazer suas escolhas seguindo roletas, búzios ou vozes do além.

Claro que o mercado não é um jogo de cara ou coroa. É bem mais complicado do que isso. Fundamentalistas acreditam que têm uma vantagem importante de conhecimento que torna suas escolhas mais técnicas e menos dependentes do acaso. Grafistas acreditam nas suas medições e interpolações que para eles tem o valor de método científico. *Market timers* percebem as variações de curto prazo com a precisão de um sismógrafo bem sintonizado. *Insiders* - que não deveriam existir, mas existem – acreditam piamente na mercadoria que compram. Com ela sentem-se seguros nas suas apostas. Os intuitivos partem do princípio de que a reação espontânea diante dos problemas tem base de confiabilidade

operacional suficiente para justificar suas escolhas. Cada um à sua maneira procura escapar das armadilhas de um futuro insondável com a habilidade e talento que estão ao seu alcance. Para todos eles, perfeito ou não, o mercado definitivamente não joga dados. Pelo menos não o tempo todo. Por outro lado, é impossível não reconhecer que muitas vezes se atira no que se viu e se acerta no que nem se sabia existir. São, dito de forma mais erudita, as famosas consequências não intencionais que enfeitam as sóbrias decisões de investir.

Fato é que sorte e “skill” combinam-se em proporções variáveis na nossa atividade e o que cada gestor consegue fazer depende tanto de uma quanto do outro. Razoável então que analisemos com um pouco mais de profundidade cada uma dessas, digamos, qualidades, para ao final e ao longo desta Carta comentarmos alguns aspectos do problema tal qual o vemos aqui na *Dynamo*. E que muito nos interessa.

Será que o leitor já ouviu falar em *Tyche* (Tique em português)? Trata-se de uma deusa, a filha de Zeus que na mitologia grega rege a sorte dos mortais. Mais tarde na mitologia romana vai se chamar *Fortuna*. O infortúnio ou a dádiva sem causa aparente só podiam ser coisa de *Tyche*. Certamente ela não está entre as figuras mais populares e conhecidas do Olimpo. Não é à toa. Se seguirmos o curso principal da filosofia grega - que passa por Platão e Aristóteles até chegar na sua forma mais estruturada e abrangente, que é o Estoicismo - podemos entender porque. Para os Estoicos a essência do mundo é sua harmonia, sua ordem naquilo que se configura como *Cosmos*. Há um perfeito funcionamento da engrenagem que traça Destino e História. Acidentes acontecem (*Tyche* é a coadjuvante responsável por este departamento), mas cedo ou tarde a ordem é restituída. Claro que neste esquema a ideia de acaso não penetra, não ganha substância. A exclusão do fortuito, embora com menos força, vai alcançar e diminuir também a forma latina desta divindade. Paradoxalmente, será no cristianismo e pela mão de Santo Agostinho que *Fortuna* será ressuscitada. Não como deusa, mas como impossibilidade ou insignificância no plano físico. Não há lugar na Cidade de Deus para a autonomia da chance. É herético e ignorante o culto de *Tyche*. Tudo se subordina à Vontade Divina. O que quer que pareça inexplicável se explica pela Causa Primeira. Tudo que parece imprevisível está previamente traçado pela Divina Providência.

Niccolo Maquiavel, nos primeiros sopros do Renascimento, voltará a tratar o problema da habilidade

e da sorte como central para o entendimento da ação humana. Ao menos na política. Dedicado ao magnífico Lorenzo de Medici, já no seu primeiro capítulo “O Príncipe”, anuncia o que será um dos seus principais temas. O livro se desenvolve como manual de conduta para o governante inspirado na oposição entre Virtude e Fortuna. Segundo o autor, a Fortuna é a maior ameaça à ação política racional. Mesmo porque, diz ele, domínios são conquistados por Virtude ou por Fortuna. A primeira é mérito do sujeito. A segunda governa direcionalmente os acontecimentos, mas seguindo rota imprevisível para os agentes. Há ainda na obra de Maquiavel a curiosa sugestão de que a Fortuna quando traça o destino, o faz desfavoravelmente para o sujeito. Razão pela qual um dos seus objetivos na didática para o príncipe é determinar como o homem virtuoso pode a ela se opor. Para isso, a geometria importante é que Fortuna, apesar de poderosa, não é capaz de reger todos os acontecimentos. É nas ocasiões onde está ausente que surgem as oportunidades para líderes talentosos traçarem o destino próprio para seu povo (como teriam feito Moisés, Ciro, Rômulo, Teseu). Maquiavel chega a dizer que quando a Fortuna quer fazer tudo ela mesma, o melhor curso de ação é ficar quieto e não irritá-la. Mais adiante, em outro momento, quando ela resolver se retirar, a hora terá chegado para agir com talento, esforço e habilidade. Usando uma estranha simetria (essa característica tão apreciada na Renascença), diz que a Fortuna é árbitro de metade das nossas ações, deixando que nós legislemos sobre a outra metade. Aqui cabe ao governante dispor da sabedoria básica contida no precioso binômio previsão e preparo (que nós aqui na Dynamo conhecemos bem e buscamos praticar). Antecipar-se aos acontecimentos sob nossa jurisdição e estar sempre perfeitamente preparado para reagir a eles no nosso melhor interesse. Esse é o nome da virtude. Se o grande mérito de “O Príncipe” é exaltar a inteligência estratégica do soberano na condução dos negócios de Estado, o faz ao custo de um efeito secundário fundamental: soltar novamente para o pensamento ocidental as feras terríveis do futuro imprevisível cujo ocaso, como descrevemos, vinha desde os gregos passando pelos romanos e pela doutrina cristã. Revigorada, Fortuna ganhará cada vez mais força até ser plenamente reconhecida e enfrentada nas Luzes. Adam Ferguson, um dos mais brilhantes pensadores do iluminismo escocês, dirá que “A História é o resultado da ação humana, mas não de seus desígnios”. Dali em diante, passamos a ter intimidade cotidiana com o acaso. Contra o qual lançaríamos a razão potente da matemática da chance. Lançamo-nos *against the Gods*,

na expressão inglesa intraduzível pela ressonância de *odds* em *Gods*. No limite chega-se a dizer que as Leis do Reino da Fortuna são a teoria das probabilidades e a estatística.

Porém, os anos de eclipse forçado até a redenção renascentista deixaram Tyche indisposta com os pobres mortais. Quando volta à proeminência dos fenômenos mundanos diverte-se perturbando as vãs tentativas de afirmação da razão humana: mercados perfeitos, expectativas racionais, estatísticas, maximização de utilidades, probabilidades e tantas outras mais. Dentre várias de suas estratégias perversas, mas muito interessantes do ponto de vista prático e intelectual, vamos destacar três escolhidas ao acaso (?!) como exemplo da influência que o devido respeito pela Fortuna pode ter no nosso trabalho de todo dia.

A primeira, uma de suas ironias prediletas, é aquela que faz com que probabilidades ínfimas que tornam o evento quase impossível não sejam suficientes para que ele não aconteça. Acostumamo-nos a confundir intervalos de confiança de 95% de certeza com a própria. Ora, se um investimento tem altíssima probabilidade de ser excelente e uma chance mínima de ser um fracasso manda a boa técnica do valor esperado que ele seja eventualmente realizado. E com um pouco de boa vontade, se os números são bons, porque não alavancá-lo melhorando o retorno do capital investido? Aqui mora o perigo. Óbvio que probabilidades são tão mais confiáveis quanto maior o número de repetições do evento. Porém, em geral, as oportunidades de investimento são únicas e se assemelham mais aos jogos de um lance só. Mesmo assim, recorre-se ao bom cálculo probabilístico e com a segurança possível do método faz-se a aplicação dos recursos. Há variações em torno deste tema. Por exemplo, é sabida a distância na propensão ao risco em fundos geridos tal qual o são os recursos próprios dos gestores daqueles que se pensam apenas como de recursos de terceiros. Fato é que a regra do valor esperado é praticada com prodigalidade. Mas lá de cima (ou lá de baixo, como vamos saber) Tyche resolve se intrometer e o investimento, a empresa ou o fundo de gênios com PhD e Prêmio Nobel vão para o ralo comum dos fracassos. Depois a literatura contará a história hipertrofiando o “acidente”. Razão pela qual, aqui na Dynamo temos reverência olímpica por este mau humor (ou apenas humor) da Fortuna. Damos enorme importância aos fundamentos do *down side*. E fazemos isso seguindo a rota popperiana de realizar para cada

proposta ou tese de investimento um cansativo *round* de discussões internas, onde o objetivo é demonstrar que vai dar tudo errado. Só depois de nos assegurarmos coletivamente que são muito estreitas as frestas por onde Tyche poderia aparecer é que prosseguimos com a decisão de investir. Com isso esperamos estar sempre favorecendo a face mais agradável da Fortuna, a face da sorte positiva, do bom resultado. Desconfiamos que quando Warren Buffett diz que é melhor comprar uma companhia maravilhosa pagando um preço razoável do que comprar uma companhia razoável pagando um preço maravilhoso, ele sabe muito bem com que deusa está tratando.

A segunda é bem mais sofisticada. Vem da aliança infernal da Fortuna com outra força extraordinária: a Vaidade. Versículo 2, Capítulo 1 do Eclesiastes: *vanitas vanitatum, et omnia vanitas* (vaidade das vaidades, tudo é vaidade). Aliada poderosa, muito se parece com o amor próprio, confundindo-se talvez com ele. Fortuna e Vaidade, a Dupla que interfere de maneira vasta e plural na conduta humana. Quase todos nós já a vimos em ação em nós mesmos ou, percepção mais fácil, no Outro. Bom lembrar a frase famosa do historiador Tito Lívio: *"Fortune blinds the minds of men when she does not want them to oppose her designs"* (Fortuna cega a mente dos homens quando ela não quer que eles se oponham aos seus desígnios). Nesta tarefa é ajudada com tremenda eficiência pela Vaidade. Mais usualmente, pelos nossos cantos do mercado financeiro, o par costuma aparecer promovendo uma sequência clássica (aqui apresentada na forma mais sintética possível): você, gestor de recursos, *trader*, especulador ou coisa parecida, toma alguma decisão de investimento que é bem sucedida. Além do seu talento eventual (algum você deve ter), muitas outras coisas concorrem para o alinhamento astral favorável. Nesta fase inicial você ainda os reconhece. Pelo resultado alcançado, recebe com certa modéstia elogios justos e palavras de estímulo. São seus dois primeiros segundos de fama. Gratificante. Em seguida outro sucesso, provavelmente numa aposta ainda maior. O primeiro acerto não foi um lance isolado, há consistência. É uma ascensão rápida e merecida. Você começa a acreditar no que dizem: um talento. Suas decisões são inteligentes e certeiras. Você vê mais longe do que os outros e sabe o que está fazendo - só não sabe que neste exato momento os olhos bem abertos da Dupla começam a te observar. Comete um ou outro erro, mas é fácil explicar: são anomalias, pontos fora da curva – da sua curva. Prossegue então no caminho

iluminado e o terceiro acerto é monumental, uma pancada, consagração final: nada de sorte, apenas sua extraordinária e indiscutível competência natural, *your skill*. É um destaque, por isso ao vencedor as batatas e os *bonus*. É neste sentido que Machado de Assis vaticinou que a vaidade é, todavia, um princípio de corrupção. E que Maquiavel adverte o príncipe para que seja prudente e resista à tentação de ver virtude onde deve enxergar apenas o acaso. Tentação permanente já que é muito difícil distinguir o que é consequência de uma ou de outro. "Fortuna costuma ter prazer especial em punir a *húbris*" adverte o filósofo. Soberbo, você se irrita com críticas, perguntas, obstáculos. Quer ir adiante com o que sabe que tem que ser feito – e que dá certo. Começa a alavancar suas apostas e a acreditar que não erra ou erra pouco. Quer mais sucessos, mais elogios – e provavelmente mais status e remuneração. Pensa na fortuna, mas a outra, a do dinheiro. Vez da deusa entrar em campo. Quando você faz o grande *deal* da sua vida dá tudo errado. Uma sequência de eventos inacreditáveis pulveriza seu plano bem engendrado. Você perde muito, ou tudo. Fim. *Bad end*. Quantas vezes vimos essa história acontecer – e nas melhores famílias. Para nós da Dynamo, a maneira mais eficiente de se proteger desta armadilha é desenvolver uma cultura profundamente fundada na ação coletiva. Claro que se trata de estratégia mais fácil para a pequena empresa, com menos gente. Que é o que somos. A maneira de se tomar decisões, de se atribuir importância, de remunerar, de dar sociedade e até mesmo de se trabalhar, tudo isso é culturalmente desenhado de maneira a afastar a Dupla daqui. Não esquecemos o ditado inspirador de Terêncio: *homo sum, humani nihil a me alienum puto* (sou homem nada do que é humano reputo alheio a mim). Não há como se proteger definitivamente dado que somos todos feitos dessa matéria prima falível, mas acreditamos que a cultura da Dynamo funciona um pouco como alarmes contra assalto: não os há infalíveis - mas bem instalados na nossa casa sugerem aos assaltantes procurar a casa ao lado.

O terceiro é mais curioso porque aparentemente inócuo para nossas atividades. Mas só aparentemente. Trata-se da dificuldade que temos nós, mortais, de gerar acaso ou números aleatórios para usar o termo mais técnico. Com isso eliminamos a isenção de praticamente todos os tratamentos estatísticos fundamentais. É aqui a ironia: quando queremos instrumentalizar o acaso, domesticá-lo, quando queremos que gire a roda da Fortuna ela se recusa a fazê-lo. Não conseguimos

roubar a Sorte como Prometeu roubou o Fogo. Economizamos nosso fígado, mas ficamos sem poder colocar a mão nas roletas perfeitas, sem vícios. Desde as primeiras tentativas manuais ou mecânicas através de sorteios, dados ou cartas de baralho percebeu-se que há sempre um limite físico para o espectro dos valores gerados (por exemplo, 1 a 6 no caso de um dado) que termina por encarcerá-los no beco sem saída da repetição. Com a evolução tecnológica dos computadores, técnicas de programação específicas para esse objetivo tornaram-se uma nova e promissora fronteira. Mas logo veio a frustração porque o mais poderoso dos computadores não consegue reproduzir as propriedades que atribuímos à chance espontânea. Há sempre uma regra determinística de formação dos números fixada pelo programador que destrói a ideia de aleatório puro. As dificuldades foram tantas para se obter o que parecia tão simples que se chegou a questionar se a chance é algo que existe de fato ou apenas fruto da nossa fantasia, um tipo ideal no mais puro sentido weberiano da palavra. Uma construção tão artificial quanto as figuras geométricas regulares que só existem na nossa imaginação. “Deus não joga dados” disse Einstein na sua famosa e tão repetida sentença. Só bem mais recentemente, recorrendo a um estratagema do mundo das partículas subatômicas – a incerteza da mecânica quântica – é que se pensa poder passar do que se convencionou denominar números pseudoaleatórios para os aleatórios propriamente ditos. O que não deixa de ser uma rendição da habilidade e do talento humanos às forças da Natureza. Só lá é que somos capazes de pescar séries randômicas que de outra forma não conseguiríamos gerar. Podemos afirmar que de uma maneira geral, todo o conhecimento proveniente de amostragens, simulações, pesquisas de opinião e afins estão marcados por este desvio básico. A implicação objetiva para os nossos métodos e hábitos de investimento é que sempre se deve procurar conhecer o Universo, por mais trabalhoso e exaustivo que isto seja. Conviver por longos períodos com a companhia e seus executivos é uma das formas de se fugir da tentação das aproximações convenientes, patrocinadas pela perigosa inteligência parcial. Da mesma forma, não basta estudar um balanço ou um par deles. É preciso formar a sensibilidade aos números pelo acompanhamento constante ao longo dos muitos anos, semestres e trimestres das várias contas pelas quais se distribui a contabilidade de uma empresa. Contentar-se com o amostral é preparar uma armadilha de método que pode causar grandes estragos.

Não reconhecer a importância e inevitabilidade do acaso nas ações humanas é inaceitável. Talvez nem seja possível fazê-lo. Se preparar para essa contingência é indispensável – na medida do possível. Mais do que isso, como veremos na próxima Carta, pelo menos desde os tempos do surgimento da literatura de ajuda ao Príncipe no século XIV procura-se o melhor antídoto ao nosso alcance para se contrapor às forças selvagens da Fortuna. É o embate primordial entre Fortuna (Sorte) e Atenas (Sabedoria). Nesta tarefa, aparentemente, chegamos a um consenso. Nada mais eficaz do que a combinação poderosa de esforço, talento e persistência para favorecer o estranho e quase paradoxal dito popular que recomenda “ajudar a sorte”. É aqui voltamos ao binômio heteropolar (sempre bom reverenciar os deuses antes de exaltar o demasiadamente humano) que se discutia na sala de aula da história que começamos a contar no início deste texto. Tendo explorado na medida do possível as peripécias do primeiro termo e algumas de suas implicações para a Dynamo, vamos completar e reequilibrar nosso tema tratando do segundo na próxima Carta onde voltaremos às aventuras de Robinson Crusóé: a luta do indivíduo literalmente abandonado pela sorte para conseguir primeiro sobreviver e depois sobrepujar. Por fim, tentaremos tirar algumas conclusões provincianas, mas muito úteis para nós, desse embate entre a mitologia da sorte e a antropologia do saber fazer. Algo que o nosso professor da UCSD ficou nos devendo.

Rio de Janeiro, 27 de novembro de 2012

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

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	87,6%	-4,0%	-12,6%
36 meses	73,3%	5,6%	-7,3%
24 meses	27,1%	-6,7%	-19,3%
12 meses	22,5%	5,7%	-2,2%
No ano	17,1%	5,3%	0,6%

Valor da cota em 31/10/2012 = R\$ 380,162821554

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%
JUN	2,5%	3,1%	3,9%	-1,4%	-0,2%	-11,1%
JUL	2,6%	5,8%	-1,1%	-2,5%	1,8%	-9,6%
AGO	1,7%	7,6%	-0,5%	-3,0%	2,6%	-7,4%
SET	0,8%	8,5%	6,7%	3,5%	4,0%	-3,7%
OUT	-0,3%	8,1%	0,5%	4,0%	-3,6%	-7,1%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.800.754.488

(*) 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