

Carta

Dynamo 36

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 4º TRIMESTRE DE 2002

Depois do tag, along deveriam caminhar os investidores

Tag along é um anglicismo cada vez mais freqüente em conversas societárias no Brasil. No contexto do mercado de capitais, significa o direito de um acionista se retirar de uma companhia desfazendo-se de suas ações quando um outro o faz. É muito utilizado em acordos de acionistas para formação de bloco de controle, onde cada parte quer ter o direito de se desfazer de suas ações quando um ou mais signatários do acordo decidem vendê-las a um terceiro. Neste caso, é muito comum o direito de retirada assegurar as mesmas condições de preço e pagamento para todas as partes que se submetem à esta cláusula. Mais recentemente, o tag along passou a ser considerado um dos princípios mais importantes de governança corporativa em companhias onde há um controlador definido associado a investidores minoritários. Não é para menos: trata-se de fato de um dos mecanismos mais eficientes para o alinhamento de interesses entre os sócios de uma empresa, como se verá mais adiante.

O uso do tag along tornou-se mais freqüente a partir do desenvolvimento da indústria de *private equity* e da presença cada vez mais militante de investidores financeiros com frações expressivas do capital das companhias. Para um fundo de *private equity* sua lógica é muito óbvia: quando estes investidores tomam a decisão de participar de uma empresa, estão em geral associados a um sócio estratégico, cuja permanência é vital para a exequibilidade do *business plan* inicial. O tag along é sempre uma opção e não uma obrigação. Quando o terceiro que substitui o sócio operacional é, pelo menos, igualmente habilitado para dar continuidade ao negócio, os investidores financeiros podem preferir renovar o acordo de acionistas e permanecer.

No Brasil, até maio de 1997, a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404 de dezembro de 1976) garantia, no caso de mudança de controle de uma companhia, o tag along para (e

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. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura.

Nosso Desempenho

No último trimestre de 2002, as cotas do Dynamo Cougar subiram 17,7%. Com isso, no ano, a valorização chegou a 40,3%. Este bom resultado torna-se ainda mais expressivo quando comparado com o Ibovespa, que caiu 17,8% em 2002, com o IBX que subiu 5,7% ou mesmo com o FGV-100, que subiu 15,5%. A diferença de rentabilidade entre o Dynamo Cougar e o Ibovespa em 2002 foi a segunda maior em nossos dez anos de operações, só sendo menor do que a verificada no ano de 1994 (ver tabela).

Desde o início de suas operações em 1 de setembro de 1993, o Dynamo Cougar rendeu 878,9% em dólares enquanto o Ibovespa rendeu apenas 10,1% no mesmo período. A rentabilidade do Dynamo Cougar equivale a 27,7% ao ano; a do Ibovespa foi de 0,8% ao ano. Medidos pelo IGP-M, neste mesmo período de quase dez anos, o Dynamo Cougar rendeu 30,7% ao ano e o Ibovespa, 2,7% ao ano.

O ano de 2002 foi o décimo ano de operações do Dynamo Cougar (1993 foi um ano incompleto). O resultado neste período foi muito bom apesar da grande variabilidade. Na verdade, tivemos dois anos extraordinários (1994 e 1999), um ano muito bom (1996), um ano muito ruim (1998) e vários anos apenas razoáveis.

Também em termos relativos o resultado foi bastante bom. O Dynamo Cougar superou o Ibovespa em nove destes dez anos, o FGV-100 em oito e o IBX, em seis dos sete anos em que este índice existe. Acreditamos que a rentabilidade do fundo deverá continuar a superar a

dos principais índices de mercado embora seja razoável esperar que a diferença dos resultados seja menor ao longo dos próximos anos. Não é demais repetir que, a despeito do destaque dado à estas comparações, não administramos o Dynamo Cougar olhando para qualquer índice. Não obstante, achamos que quanto mais longo o histórico de resultados, mais sentido fazem estas comparações pois eventuais acidentes, positivos ou negativos, não resistem ao teste do tempo e, com isso, é possível fazermos análises com maior qualidade estatística.

Voltando ao ano específico de 2002, as ações que mais contribuíram para nosso resultado foram Coteminas, Caemi, VCP e Fosfertil. Também foram importantes, mas em menor proporção, os desempenhos das ações de Ultrapar e Eternit. Por outro lado, ações da Itaúsa, Brasil Telecom Participações, Saraiva e Ipiranga tiveram maus resultados em 2002. Não causa nenhuma surpresa a constatação de que o primeiro grupo só inclui empresas que exportam ou vendem internamente produtos que substituem importações e que no segundo grupo só apareçam empresas que vendem produtos no mercado doméstico (*non tradables*).

Um dado interessante sobre o ano de 2002: das 55 empresas que compõem o Ibovespa, as ações de apenas quatro delas ganharam valor em dólar, sendo que três são fortemente exportadoras (Vale, Sid. Tubarão e Aracruz) e a outra tem sua receita parcialmente atrelada ao dólar

Continua >>>

Dynamo Cougar x Ibovespa Desempenho em R\$ ano a ano

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa	Dynamo Cougar/Ibovespa
1993	371,51%	271,54%	26,9%
1994	2365,25%	1052,43%	113,9%
1995	10,68%	-0,88%	11,7%
1996	64,17%	63,77%	0,2%
1997	0,79%	44,43%	-30,2%
1998	-12,49%	-33,35%	31,3%
1999	202,99%	150,95%	20,7%
2000	12,61%	-10,47%	25,8%
2001	11,12%	-9,79%	23,2%
2002	40,30%	-17,80%	70,7%
Acumulado*	878,90%	10,10%	788,9%

*Acumulado em US\$ Comercial

somente para) as ações ordinárias. Nesta data, a Lei 9.457 revogou o artigo 254 que estabelecia este direito. Aparentemente, a motivação para a supressão deste artigo teve inspiração no cálculo casuísta do governo de que, com isso, facilitaria a venda do controle de empresas estatais no âmbito do programa de privatização (PND). Sem a obrigação de comprar todas as ações ordinárias, os interessados em adquirir estas empresas precisariam despende menos recursos. Como efeito colateral, mas nada indesejável para o vendedor, os compradores poderiam nestas circunstâncias pagar um prêmio de controle mais elevado. Posteriormente, com o PND já quase esgotado, o artigo 254 foi ressuscitado pela reforma da Lei das S.A. através da Lei 10.303 de outubro de 2001. Atualmente, é garantido por Lei que a alienação do controle de companhia aberta somente poderá ocorrer sob a condição de que o comprador se obrigue a fazer oferta pública para aquisição das demais ações com direito a voto, ao preço mínimo equivalente a 80% do preço pago pelo controle.

Mais ainda, a Lei 10.303 modificou o artigo 17 da Lei 6.404 estabelecendo, no seu parágrafo primeiro, três atributos entre os quais um deverá necessariamente ser escolhido para permitir a negociação das ações preferenciais no mercado. Entre eles consta justamente a subordinação destas ações ao que já dispõe o artigo 254A com relação às ordinárias (*tag along* de 80%). Paralelamente, surgiram iniciativas de outras instituições que reforçam e ampliam o alcance do artigo 254A. A BOVESPA criou níveis de discriminação da qualidade de governança corporativa das companhias. No nível máximo, conhecido como Novo Mercado, a empresa só pode emitir ações ordinárias e todos os acionistas têm o direito de vender suas ações nas mesmas condições obtidas pelo controlador (*tag along* de 100%). No nível 2, admite-se a emissão de preferenciais desde que seja garantido o *tag along* para as ordinárias no mesmo preço de venda do controlador e para as preferenciais no preço de 70% daquele obtido pelo controlador. O BNDES, que vem procurando estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, passou a diferenciar suas condições de apoio financeiro em função de princípios de governança corporativa dando papel de destaque para o direito de *tag along*. Um capítulo à parte é a questão da redação jurídica para este direito uma vez que a troca de controle não é fácil de ser definida. Não temos espaço para tratar deste assunto nesta Carta mas temos certeza que caberá à CVM um papel importantíssimo na orientação ao mercado quanto à aplicação correta do direito de *tag along*, sendo a Instrução CVM 361/2002 que regula a oferta pública de ações (a que se refere o parágrafo 3º do artigo 254) um passo inicial neste sentido.

O percurso da importação do conceito até sua disseminação entre nós, foi pleno de

> > > continuação

(Gerdau). Esta superioridade das empresas exportadoras no último ano foi tão marcante que não há como evitar o questionamento sobre se esta tendência poderá se manter no futuro.

Alguns dados objetivos são importantes. Primeiro, do ponto de vista da análise de uma empresa exportadora, o que interessa é o dólar médio de cada ano. Na verdade, deveríamos tentar estimar o dólar médio de todas as exportações efetuadas pois pode existir alguma sazonalidade. Mas como isto é quase impossível na prática, focamos na cotação média do ano que consideramos uma referência aceitável.

Em 2002, o dólar médio ficou próximo a R\$ 2,93. Em 2001, este valor ficou em R\$ 2,35, ou seja, a desvalorização média foi de apenas 24,7%, muito abaixo dos cerca de 52% de desvalorização medida pelas cotações de abertura e fechamento do ano. Percebam que se o dólar médio de 2002 for igual ao da abertura do ano, R\$ 3,54, teremos uma desvalorização efetiva, do ponto de vista dos exportadores, de 20,8% (a título de informação, o dólar médio até 27 de fevereiro era de R\$ 3,51).

Outra informação relevante, porém mais difícil de ser considerada, é a inflação dos custos locais. É óbvio que a alta de preços dos produtos e serviços internos irá reduzir a vantagem dada pela desvalorização. Mesmo assim, embora a dimensão deste impacto varie muito de empresa para empresa, achamos difícil supor que os custos das empresas que exportam subam, em média, mais do que a desvalorização medida pela cotação média do dólar. Até por que se isto ocorrer, é razoável supor que a taxa de câmbio se

desvalorize mais (endogenamente), elevando a taxa média de câmbio.

De qualquer forma, a análise dos parágrafos anteriores tem um foco exagerado no curto prazo, o ano de 2003. Em nossa opinião, a posição competitiva das empresas brasileiras exportadoras melhorou de uma forma estrutural e não apenas passageira. Um dos mais fortes consensos a respeito da política econômica do governo é a ênfase nas exportações.

Além disso, por ser o ano inicial de um governo que está pela primeira vez no poder e também por conta da eventual guerra no Iraque, achamos que o cenário econômico apresenta ainda mais incertezas do que o usual. Embora continuemos a achar que tentar prever o comportamento de curto prazo da economia e do mercado é tão difícil que se torna quase inútil, o fato é que a política econômica do governo anterior era mais previsível. Ou dito de outra forma, o espectro dos cenários possíveis era mais estreito.

Nossa filosofia de investimentos não mudou nada nestes dez anos. Continuamos a investir em empresas que atuam em bons mercados e geridas por pessoas íntegras, competentes, ambiciosas e com interesses societários e gerenciais alinhados. Para empresas brasileiras capazes de competir no mercado internacional, achamos que exportar será um ótimo negócio por muito tempo. E, em períodos de maior incerteza, a qualidade da gestão torna-se ainda mais fundamental. A carteira do Dynamo Cougar continua a refletir esta visão.

debates teóricos e empíricos. Entender a importância do *tag along* no mercado brasileiro não é trivial, mesmo porque não tem aqui o mesmo sentido que tinha nas suas fontes de origem. O reflexo mais comum é associar o valor do *tag along* a participação no prêmio de controle. No Brasil, infelizmente, nos acostumamos com a idéia de que o preço de uma ação, no caso da venda do controle, pode ter um ágio bastante elevado. Na Carta Dynamo 26, discorremos longamente sobre a genealogia do prêmio de controle e apresentamos uma tabela com os generosos prêmios pagos em transações recentes. Assim, se eu suponho que minha ação pode ter um prêmio de X% e que o controle poderá ser alienado em Y anos, basta descontar este valor por este prazo à taxa equivalente ao meu custo de oportunidade para se medir o valor implícito atual do *tag along*.

A importância do *tag along* vai bem além deste cálculo financeiro simplório. Ela é muito, muito (e a epizeuxe poderia ser reforçada) mais estratégica. Se as ações do majoritário podem ser vendidas por um preço diferente do que se pagará ao minoritário (se é que se pagará alguma coisa), então os incentivos po-

dem levar o controlador a tomar decisões que seguem apenas o seu interesse e não o da sociedade. Por exemplo, na hora de pagar o prêmio de controle em uma aquisição, a companhia usa recursos próprios que pertencem a todos os acionistas. Ora, se na venda do controle o prêmio é muito elevado, isto significa que na parcela referente àquele ativo o custo foi socializado mas os lucros privatizados, isto é, repartidos desigualmente. Da mesma forma, ao implementar um novo projeto (uma nova unidade ou uma expansão), será utilizado o caixa da companhia que, é claro, pertence a todos, mas, na hipótese de venda desta nova unidade dentro de uma alienação de controle o que se verificará é, via prêmio de controle, a transferência de parte desproporcional do valor como benefício privado para o acionista majoritário. A própria distribuição de dividendos - tão conservadora em nosso país - é atingida pois sobre o caixa da companhia também pode incidir prêmio de controle, enquanto que os dividendos são pagos igualmente (quando não majorados em 10% para os minoritários como uma das preferências da ação determinada por Lei). Em tudo isto vemos como

o próprio cálculo econômico e a racionalidade da gestão societária podem ficar seriamente comprometidos (e, de fato, é o que vimos ocorrer na prática de nossos investimentos) se não há o direito de *tag along* nestas circunstâncias.

Pior: imagine-se uma companhia com 1/3 do seu capital em ordinárias e 2/3 em preferências. O controlador detém 60% das ordinárias (20% do capital total). Um comprador interessado em adquirir 100% do capital da empresa (investidores estrangeiros em geral preferem comprar 100%, pois seu custo de capital é usualmente inferior no seu país de origem), precisa comprar os 60% do controlador mais todos os minoritários. Obviamente, quanto menor for o preço pago aos minoritários maior o prêmio que pode ser pago ao controlador. Dado o preço máximo que o comprador está disposto a pagar por 100% das ações, a possibilidade de haver um prêmio elevado, é, do ponto de vista do comprador, apenas um problema de alocação dos recursos que está disposto a desembolsar. Mas isto coloca majoritários e minoritários competindo em um jogo de soma zero. Do ponto de vista do desalinhamento de interesses no interior da sociedade, a situação não poderia ser mais aguda, mais perigosa. Quanto mais baixo estiver o preço das ações no mercado, melhor a perspectiva para o prêmio de controle: há um forte estímulo ao artesanato das falsas más notícias e às manipulações contábeis. Como já comentamos em cartas anteriores, não é por outra razão que a Dynamo já se viu na esdrúxula situação em que executivos/controladores tentam nos convencer que o estado da companhia é muito pior do que imaginávamos, enquanto nós tentamos mostrar o contrário. Todos esses desequilíbrios descritos acima, evidenciam o alcance e a importância da *tag along*. No Brasil, recentemente, o processo de privatização (mas não só ele) trouxe para o controle de várias empresas os fundos de *private equity* e investidores financeiros em geral. Este tipo de acionista quase sempre tem prazo definido para liquidar suas posições e são remunerados pela diferença entre o preço de compra e de venda das ações. Aqui, indubitavelmente, por todas as deformações introduzidas pela procura de prêmios de controles muito altos, o *tag along* é crucial.

Felizmente, como já dissemos anteriormente, muito se avançou no Brasil com relação a este assunto. Pela combinação das atitudes progressistas do legislador, da Bovespa e do BNDES bem como pela iniciativa de controladores esclarecidos, hoje o *tag along* para ações preferenciais (o das ações ordinárias já é garantido pelo artigo 254A da Lei das S.A.) está inscrito em diversos estatutos de empresas brasileiras de capital aberto. É um avanço relevante.

Três empresas foram pioneiras voluntárias deste processo. Destaca-se o caso da ULTRAPAR que em março de 2000 conferiu a todas as suas ações, sem distinção de classe, *tag along* de 100%. O caráter peculiar, do ponto de vista legal, da redação desta cláusula para os acionistas da ULTRAPAR nos motivou a descrevê-la em detalhes na Carta Dynamo 26. Alguns meses antes da ULTRAPAR, a SA-RAIVA ofereceu aos seus acionistas uma reestruturação societária especificamente para permitir a migração de todos os minoritários para uma nova classe de ações PNB, criada com *tag along* de 90%. Finalmente em junho de 2000 a IDEIASNET fez constar de seu estatuto que, no caso de alienação de controle, a oferta de compra deve ser feita para a totalidade das ações da companhia e proporcional no caso de aquisição de participação relativa (mais de 25% do capital total).

Durante o ano de 2002, MARCOPOLO, CELESC e NET aderiram ao nível 2 do Bovespa (*tag along* de 100% para as ordinárias e de 70% para as preferências.) SABESP e CCR foram para o Novo Mercado (só ações

– esperamos – tendência, cabe aos investidores. É preciso não sucumbir à tentação de se criar um mercado moderno apenas pela via da regulação. A cada desvio de comportamento de quem quer que seja, o reflexo é procurar fundamentos legais para uma nova restrição, uma nova interdição. Majoritários e minoritários, mas especialmente estes últimos, têm sido particularmente ativos junto às mais diversas instituições na procura de salvaguardas formais para seus direitos. Ocorre que, conseguidas algumas modificações importantes com a adesão de algumas empresas, como vem se tornando o caso do *tag along*, é preciso que a discriminação do investidor se torne um instrumento de seleção natural para a evolução do mercado. Isto, é lógico, sempre na premissa de que boa governança corporativa não substitui fundamentos de valor pois de nada adianta a boa sociedade em maus negócios.

Se é verdade que na selvageria de um ambiente sem regulação, onde tudo fica ao arbítrio do controlador, desaparece o acionista minoritário, não é menos verdade que nos lugares onde há excesso de regulação e intervenção, não aparece o controlador para abrir o capital de sua companhia. Por isso, mesmo os que pretendem um mercado de capitais saudável e eficiente têm todos os incentivos para procurar o desenho de regulação mínima e justa, suficiente para permitir que tudo mais seja fruto do livre contrato entre os agentes.

O caso do *tag along* ilustra esta dinâmica. Tendo sido criada como regra de alinhamento de interesses em um aspecto particular deste desenho, permite agora que sejam naturalmente selecionadas as boas empresas que já se dispuseram a oferecer a cláusula de distribuição equitativa de valor entre todos os acionistas no caso de venda do controle. Ao mesmo tempo e contrastivamente, sua adoção por algumas companhias e não por outras indica que é fundamental prestar muita atenção aos motivos pelos quais uma empresa não adota o *tag along* para os minoritários, antes que se aceite pertencer à sociedade de seus acionistas. Esta tarefa deve ser assumida, particularmente, pelos grandes investidores do mercado de capitais brasileiro: os fundos de pensão, o BNDES e os administradores de fundos mútuos de ações. Para a desejável generalização do *tag along*, agora é a vez e a hora do investidor também fazer a sua parte.

Em Tempo:

O relatório anual da Berkshire Hathaway foi publicado poucos dias antes desta Carta ir para a gráfica¹. Warren Buffett dedicou seis páginas deste relatório para *corporate governance*, tema sobre o qual ele não falava desde

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 Desempenho em R\$ até dezembro de 2002

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	365,50%	215,97%	11,06%
36 meses	75,56%	32,96%	-33,60%
12 meses	40,30%	15,49%	-17,80%
6 meses	25,23%	16,94%	0,86%
3 meses	17,72%	25,19%	31,93%
Valordacotaem31/12/2002 = 36,03606947			

ordinárias com *tag along* de 100%). BANCO DO BRASIL, que vem fazendo uma revolução societária rumo ao Novo Mercado (inclusive aceitando se submeter aos mecanismos da Câmara de Arbitragem do Bovespa o que não é usual em empresas de economia mista), já transformou todas as suas ações em ordinárias com *tag along* de 100% para o caso de uma privatização. O BANCO só não está no Novo Mercado por não ter conseguido cumprir ainda a regra de obter *free float* mínimo de 25% de seu capital.

Finalmente, com a necessidade de adaptação ao novo artigo 17 da Lei das S. A., que comentamos acima, optaram pelo *tag along* de 80% para as preferências: ETERNIT, MARI-SOL, PERDIGÃO, DURATEX, GRAZZIOTIN, RANDON PART., FRAS-LE, PETROPAR, WEG, CEDRO, PETTENATI, COTEMINAS, CIQUINE PETRQ., GERDAU, ITAUBANCO, ITAUSA e F.CATAGUAZES (aprovado no Conselho de Administração e, nesta data, ainda sujeito à aprovação em Assembléia).

É um conjunto razoável de empresas que esperamos ver aumentar gradativamente. Mas isto também significa que uma boa parcela de responsabilidade pela aceleração desta

1993. Buffett fez comentários específicos sobre vários dos pontos que abordamos em nossa última Carta, inclusive sobre o impacto da Lei Sarbox na estrutura da própria Berkshire.

Em síntese, a visão de Buffett é a seguinte: na última década, os executivos de companhias americanas perceberam que a ausência e desinteresse dos verdadeiros donos das empresas que administravam lhes garantia um poder substancial sobre elas. Aproveitaram-se desta situação manipulando os números e recebendo pacotes de remuneração obscenos, mesmo quando o desempenho operacional era medíocre.

Teoricamente, os conselheiros das companhias americanas seriam responsáveis por prevenir estes abusos. No entanto, a grande maioria destes conselheiros não possui as três características que Buffett considera essenciais para um bom trabalho, quais sejam, entendimento de negócios, interesse e orientação para a defesa dos interesses dos acionistas.

Além disso, mesmo quando muito bem qualificados, os conselheiros têm dificuldades em exercer seus papéis devido ao que Buffett chama de "boardroom atmosphere". Falando com a experiência de quem já participou de 19 conselhos de empresas abertas ao longo dos últimos 40 anos e interagiu com 250 conselhei-

ros, ele acha que o ambiente nos conselhos não estimula os debates e a discórdia não é bem-vinda. Questionar um pacote de remuneração dos executivos – cujo desenho foi feito por consultores muito bem pagos pelos próprios executivos –, ou a lógica de uma aquisição proposta pelo CEO é como "arrotar na mesa de jantar" ("... belching at the dinner table..."). Não por outra razão, a mudança requerida pela Sarbox que Buffett vê com mais entusiasmo é a obrigação dos conselheiros independentes reunirem-se sem a presença do CEO.

A forma de resolver este problema passa necessariamente por um forte envolvimento dos grandes acionistas. Dada a atual estrutura acionária da maioria das companhias americanas, é possível agregar blocos majoritários de ações com vinte (talvez até menos) acionistas, quase todos investidores institucionais. Se estes acionistas simplesmente deixarem de reeleger os conselheiros inoperantes, estarão contribuindo mais para as reformas necessárias do que qualquer mudança legal. O que atrapalha esta forma de ação coletiva é o fato de que muitos destes investidores institucionais têm, eles próprios, telhados de vidro neste assunto. Mesmo assim, alguns grandes investidores têm procurado liderar (com sucesso crescente) movi-

mentos de acionistas em empresas com problemas.

De qualquer forma, mudanças nos procedimentos, maior transparência ou melhor qualificação dos conselheiros são todas mudanças bem-vindas até pelos próprios CEO's. O grande teste das mudanças virá na questão da remuneração dos executivos, este sim, um ponto que deverá continuar a polarizar as discussões.

Quanto à própria Berkshire, Buffet diz que para adaptar a empresa à nova Lei Sarbox, ele pretende aumentar o número de conselheiros convidando representantes de grandes acionistas, pois acredita serem estes os que melhor podem desempenhar esta função, visto que já possuem um interesse óbvio. Curiosamente, Buffet afirma que a Berkshire não oferecerá seguro para estes novos conselheiros ("Directors and officers insurance"), prática hoje comum em quase todas as empresas abertas americanas.

Vai ser muito interessante acompanhar a eleição destes novos conselheiros muito embora, como Buffet fez questão de frisar, a forma como a Berkshire Hathaway é gerida por ele e Charlie Munger não vá se alterar.

Rio, 11 de março de 2003.

(1) A íntegra do relatório, cuja leitura recomendamos, está disponível no site www.berkshirehathaway.com

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
1ºTrim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2ºTrim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
3ºTrim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
4ºTrim/00	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
1ºTrim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2ºTrim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3ºTrim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4ºTrim/01	38,52	-6,36	962,40	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes 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 Médio (não o fechamento).

Se você quiser trocar mais idéias sobre os temas aqui abordados ou receber essa carta por e-mail, ligue para a Dynamo, ou envie uma mensagem para: dynamo@dynamo.com.br

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720