

## Os competentes<sup>1</sup>

A ação civilizatória costuma ser entendida como um enorme esforço para dominar o acaso e a imprevisibilidade. Pode-se fazer isso com mais ou menos habilidade mas é obrigatório fazê-lo para progredir. A anatomia desse dualismo – acaso x habilidade - é relevante em quase toda atividade humana. Na Carta anterior, exploramos um dos lados da equação, a Sorte. A presente Carta trata do outro lado, o da Competência. Vamos começar usando o exemplo da Física para construir uma rápida introdução ao que nos interessa mais de perto e que trataremos mais adiante: a maneira dos gestores de Fundos de Investimento enfrentar o dilema.

Os caminhos que levam ao mundo das partículas subatômicas são inexpugnáveis para o passageiro não especializado. Chega-se lá sem paisagem alguma. Não há o que ver além de um conjunto intrincado de números e incógnitas. As contas funcionam, mas o visual é inóspito<sup>2</sup>. Estamos no império da matemática destilada dos sentidos.

Para o percurso histórico, o mais fácil é seguir passos de gigantes. 7 de Outubro de 1900. O problema é quase mundano. A cor de uma barra de ferro, quando aquecida, varia com a temperatura. Cada cor implica numa quantidade de radiação diferente. Pode-se fazer um gráfico cruzando estas duas grandezas (temperatura X radiação). Pois era exatamente esta relação que os físicos não conseguiam explicar. Max Planck teve então o que se chama de “lucky guess”, ou seja, um palpite sortudo. Radiação sempre fora considerada um fenômeno contínuo. “Não”, disse Planck sabe-se lá com que convicção, “ela acontece em “chunks”, aos pedaços”. Funcionou. O fenômeno foi domesticado.

Mais tarde estes “pedaços” seriam chamados de quanta e desencadearam uma das grandes revoluções científicas do último século.

Dado o primeiro passo, as ideias começaram a brotar fértilmente. Einstein, com a habitual criatividade, afirma que a luz é ao mesmo tempo partícula e onda. Ernest Rutherford mostra que uma nuvem de elétrons de carga negativa gira em torno de um núcleo de carga positiva. Mas não tem ideia precisa do que seja esta nuvem de elétrons. Neils Bohr sugere que os elétrons estão em órbitas distintas emitindo ou absorvendo radiação quando saltam de uma para outra. Um físico francês, Louie de Broglie, conhecido por sua originalidade, vai mais além insistindo que partículas de matéria, como os elétrons, também são simultaneamente onda e partícula. Começa então a jornada propriamente matemática. Werner Heisenberg demonstra que o espectro do hidrogênio e de outros elementos pode ser explicado usando-se matrizes complexas. Logo em seguida, Erwin Schrödinger explora as equações diferenciais de ondas para seus avanços teóricos. Finalmente, Max Born verifica que o espaço atômico é probabilístico. Nada é certo no mundo infinitesimal. Esta proposição encontrou sua expressão plena no admirável princípio da incerteza de Heisenberg. Não é possível determinar ao mesmo tempo e com precisão, a velocidade e a posição de um elétron. Nada parecido pode ser encontrado no mundo macroscópico. Bohr ainda complica mais a vida dos físicos indicando que nos espaços quânticos as coisas só se tornam reais quando medidas ou observadas pela ação humana. A existência do objeto depende do nosso olhar.

Determinismo sempre foi um dos pilares da outra Física, a clássica. Nela, o Universo é exato, preciso e funciona segundo leis imutáveis. Conhecida posição, velocidade e energia de um corpo num dado momento, sua trajetória poderia ser traçada até o fim dos tempos. O esforço de cálculo se mostraria considerável, mas a

<sup>1</sup> Esta Carta é uma continuação da Carta anterior (Nº 75) e muitas vezes a ela se refere direta ou indiretamente.

<sup>2</sup> Para o texto que se segue, nos baseamos em Parker, Barry “Quantum Legacy”, Gao, Shan, “Understanding Quantum Physics”, e Kumar, Manjit, “Quantum: Einstein, Bohr, and the Great Debate about the Nature of Reality”.

tarefa seria sempre viável. Um mapa completo, dinâmico e infinito do Universo se revelaria em tese possível. Mais: em nenhuma hipótese a presença de um simples observador influiria no funcionamento desta engrenagem. Teleológico ou não, o destino do Universo seria previsível desde que se dispusesse das informações iniciais e da capacidade computacional necessárias. E mais ainda: todo o mecanismo repousaria sobre o inviolável princípio da causalidade. Qualquer acontecimento tem uma causa e pode se tornar, por sua vez, a causa de um novo acontecimento. As cadeias de causalidade formam sequências explicativas dos fenômenos.

Tudo isso desaparece no mundo subatômico como o entendemos atualmente. O princípio da incerteza se contrapõe ao determinismo tradicional. O objeto (as partículas subatômicas) pode se constituir apenas quando observado. Se um fóton colide com um elétron cuja posição é conhecida, não temos a menor ideia de onde ele estará no momento seguinte. O presente não implica no futuro e, com isso, o princípio da causalidade é corriqueiramente violado. Aqui, quem quer que dirija o espetáculo, o faz aparentemente jogando dados. Do ponto de vista de nossa mania ocidental com a ordem, o que encontramos dentro do átomo fica entre o caótico e o aleatório passando pelo fantasmagórico. É como se a Natureza fosse regida pelas artimanhas de Tyche (deusa da mitologia grega que regula a sorte dos mortais e personagem principal de nossa Carta anterior), fundando um estado governado pelo giro imprevisível da Roda da Fortuna (nome de Tyche dado pelos romanos). Não por outro motivo o prêmio Nobel de Física Richard Feynman, pioneiro da eletrodinâmica quântica, vaticinou que é seguro afirmar que ninguém entende a mecânica quântica.

Ainda assim, é exatamente desta balbúrdia, onde toda sorte de acidentes e acidentes da sorte não param de acontecer, que eles, os competentes, conseguem extrair conhecimento útil e aplicado. Uma grande metáfora, certamente, para o enfrentamento clássico entre "luck and skill" que começamos a tratar na nossa Carta anterior. Chips, lasers, e toda a física do estado sólido, são em boa medida criaturas da mecânica quântica. O impacto destas invenções na vida cotidiana dispensa maiores comentários. Trabalhando duro "against the gods", com método eficiente e sistemático, uma legião de cientistas e engenheiros junto com outros profissionais construiu uma catedral admirável do engenho humano em desafio às vicissitudes da Natureza.

A aventura de enfrentar o acaso com competência ocorre também com candidatos mais improváveis<sup>3</sup>. Pesquisas recentes sugerem que a fotossíntese – processo eficiente pelo qual plantas e algumas bactérias obtêm as moléculas que precisam usando a energia solar – depende em algum grau de propriedades quânticas. O sistema de navegação de alguns pássaros migratórios que atravessam países, continentes e por vezes cruzam a terra de um polo a outro depende do processamento da luz ao longo do caminho. Na retina das aves a informação é distribuída em pequenos pacotes que seguem princípios quânticos. Darwin certamente celebraria este esforço operário de adaptação, com as espécies se atracando quanticamente com os caprichos da Natureza.

Warren Buffett, perguntado certa vez sobre o que considerava um homem de sucesso afirmou: "trata-se daquele que desembarcando em plena madrugada por engano numa cidade completamente desconhecida, sem bagagem e apenas com suas ideias na cabeça, tempos depois se torna o maior empresário da região". Expurgada toda influência da sorte, exposto aos mistérios do profundamente desconhecido (e talvez como no velho ditado, não sabendo que era impossível) o indivíduo vai lá e faz. O herói buffettiano, individualista e confiante, tem nome. Chama-se Robinson Crusoe. Viveu vinte e oito anos sozinho numa ilha deserta na costa da América do Sul, perto da embocadura do rio Orinoco, onde foi parar lançado por um naufrágio no qual todos morreram menos ele. Durante esse tempo geriu magnificamente a ilha. Com pensamento criativo e atividade transformadora, primeiro trabalhou sozinho. Depois recrutou selvagens e construiu uma cidade. Tornou-se senhor colonial todo-poderoso e implacável governante supremo de sua ilha. Acabou acumulando capital para se tornar, depois de salvo por piratas, um grande empreendedor na Europa e em outros países, inclusive no Brasil onde teria se metido com muito sucesso no negócio de terras e cana de açúcar. Crusoe é obviamente uma invenção literária de Daniel Defoe para retratar o novo homem que surgia com o capitalismo liberal. O homem competente. O tipo nascente que por seu próprio esforço, trabalho e dedicação, sem nenhuma ajuda da sorte, sem cara ou coroa, sobrepujava o mundo natural colocando-se na trilha do progresso. Diante do acaso, e em face do que parece um conjunto arbitrário de circunstâncias, ele luta

---

3 Palmer, Jason e Mansfield, Alex, "Quantum biology: Do weird physics effects abound in nature?", BBC News/Science & Environment.

para criar uma ordem pessoal satisfatória. É o homem de ação, o homem de energia triunfal.

O mercado de capitais tem seus átomos, suas partes indivisíveis. Uma ação, uma debênture, uma opção de compra ou venda. Essas partículas essenciais são empurradas para o movimento constante e diário da flutuação de preços. A força potente por trás desta cinética é muito bem conhecida: a combinação da oferta e da demanda. Que por sua vez agrega avaliações individuais, cada uma com sua própria lógica. A resultante é matematicamente robusta, mas não tem significado objetivo já que somar a decisão de vender por causa de um pressentimento, de uma conta errada ou do mais sofisticado sistema “quant” não produz nada inteligível a não ser a quantidade na ponta da venda. Não estamos no mundo do algoritmo, mas da entropia. Como no universo quântico, aqui também estamos governados pela incerteza e não pelo determinismo. A presença do observador, neste caso o investidor, em geral afeta bastante o objeto - o ativo negociado. A relação entre presente e futuro, e portanto de causalidade, é tênue. Parodiando Feynman, alguns são tentados a dizer que ninguém realmente entende a variação específica de preços no mercado (desconsiderados insiders, que preferimos desprezar). Mas, será que assim como físicos, engenheiros e matemáticos conseguem contrapor competência ao aparente caos da mecânica quântica, gestores de recursos podem fazer o mesmo na sua arena? O gestor bem sucedido no final do ano é como o ganhador de n caras ou coroas, velho conhecido da Carta anterior? Existe inteligência estratégica nesta competição entre compradores e vendedores ou é tudo só uma trama de opiniões e acaso? A Berkshire foi, lato senso, a protoilha de Warren Crusoé?

A resposta em favor do talento dos gestores pode parecer óbvia (e nós gostaríamos muito que fosse), mas há uma quantidade interminável de “papers” acadêmicos discutindo exaustivamente o assunto.<sup>4</sup> A maioria (mas não todos!) aponta uma conclusão otimista para a profissão: definitivamente a competência tem um papel relevante na performance desses atores. Um grupo diferenciado é capaz de mostrar retornos consistentes e

---

4 Para acessar vasta bibliografia sugerimos consultar as referências utilizadas em Mauboussin, Michael, “Untangling Skill and Luck”, July 15, 2010. Em especial chamamos a atenção para Gompers, Kovner, Lerner e Scharfstein, “Skill vs. luck in entrepreneurship and venture capital evidence from serial entrepreneurs”, October 2006 e Cuthbertson, Nitsche e O’Sullivan, “UK mutual fund performance: skill or luck?”, October 2007 e “Mauboussin, Andrew e Arbesman, Samuel, “Differentiating Skill and Luck in Financial Markets with Streaks”.

superiores à média do mercado por períodos longos. As mais variadas pirotecnias econométricas conjugadas com séries longuíssimas de dados são oferecidas em suporte à tese de que se pode localizar competência em meio às convulsões do mercado. Buffett e Munger sempre lembram a existência de uma pequena vila de investidores que poderia ser chamada de Graham-and-Doddsville onde habita um subconjunto importante desta elite.

O complicado é explicar que competência é essa. Em geral, o que encontramos é, com mais ou menos sofisticação, o argumento pouco inspirado de que ela acontece quando se faz o que tem que ser feito. Por exemplo: M. J. Mauboussin no famoso “paper” citado na nota 4, afirma que a competência do gestor se divide em três atributos. O primeiro é encontrar situações onde se tem alguma vantagem analítica. Ora, isso parece razoável, mas como se obtêm tal vantagem? A questão é justamente se tal vantagem pode ser obtida. O segundo é psicológico e comportamental. Diz respeito a saber se contrapor ao senso comum. Mas por vezes, o senso comum está correto. Como saber quando não está? Como não adotar o contrário só pelo hábito ou prazer de sê-lo? Finalmente, o terceiro trata do alinhamento de interesses entre gestor e investidores. Mas aqui a questão é menos sublinhar a competência do que discursar sobre a (não) funcionalidade do gestor no cuidado com os interesses dos investidores.

Para tudo se complicar ainda mais, pairam sempre no ar as operações truculentas e maquiavélicas da incansável Tyche. É tentador substituir a sorte acontecida por um mérito imaginado. Basta um pouco de vaidade, encontrada sempre em doses generosas na nossa espécie. Mas é inegável que mantemos até hoje a crença iluminista de que a sorte pode ser ajudada. Atribui-se (duvidosamente) a Gary Player, uma frase que ficou famosa entre golfistas: “quanto mais eu pratico, mais sorte eu tenho”. A escritora australiana Christina Stead lembra que o “self-made man” é aquele que acredita na sorte e manda seu filho estudar em Oxford. “Diligência é mãe da boa sorte” ironiza Cervantes no Quixote. Jorge Paulo Lemann concorda: “sorte é sempre resultado de suor”.<sup>5</sup> Por outro lado, uma das histórias mais repetidas na literatura sobre o tema é a de um acertador da loteria italiana<sup>6</sup> que insistiu em comprar um bilhete com os dois últimos dígitos sendo 48. Ganhou sozinho. Quando

---

5 Lemann, Jorge Paulo, “18 Princípios do Banco Garantia”.

6 Mesler, Stanley, “First in 1763: Spain Lottery – Not Even a War Stops It”, LA Times, Dec.,30, 1977;

perguntado sobre qual ciência estava por trás daquela escolha explicou: “sonhei sete noites seguidas com o número 7 e  $7 \times 7$  é 48”.

Na Dynamo, reconhecemos as tribulações do acaso. Respeitamos todas as devidas deusas. Porém, como defendido por muita gente boa, como “provado” em tantos estudos e argumentado no belo trabalho de Maubossin, acreditamos que é possível formar competência na análise de empresas para investir em suas ações. Vamos tentar, de forma bastante sintética, expor com um pouco mais de objetividade quais nos parecem ser as quatro trilhas por onde transita esta formação.

Números: uma das maneiras mais conspícuas para se entrar em contato com uma companhia é através de seus demonstrativos financeiros e relatórios anuais. Conhecer receita, custos operacionais, despesas, endividamento, investimentos e regime fiscal é condição absolutamente necessária (mas longe de ser suficiente) para poder analisá-la. Quanto mais antiga a empresa mais longas as séries disponíveis. Acompanhá-las nos seus mínimos detalhes é fundamental. É preciso ter sensibilidade para as variações das principais contas, para eventos extraordinários e para a maneira de tratar os problemas em notas explicativas e fatos relevantes. Como lembra Buffett: “Quando os executivos querem lhe mostrar os fatos reais da empresa, eles podem fazê-lo dentro das regras contábeis vigentes. Infelizmente, quando querem enganá-lo também podem fazê-lo sem violar estas regras. Se você não consegue distinguir uma situação da outra, você não pode estar no negócio de comprar ações”<sup>7</sup>. No caso dos relatórios anuais é recomendável mergulhar no texto, entender as ênfases, omissões e sobretudo as diferenças de retórica na passagem de um ano para outro. A partir deste material, cada analista vai escolher índices e variáveis estratégicas aos quais dará prioridade no seu mapa geral. Tudo isso é muito eficaz para se entender o passado e razoavelmente importante para o presente. Já com relação ao futuro, deve-se sempre desconfiar ou pelo menos não confiar acriticamente em projeções. Baseadas em premissas fixadas pelo próprio analista ou pela empresa, devem ser vistas como guias, jamais como ciência exata. Sobre esta cautela, afirma Charles Munger: “projeções são elaboradas por pessoas que têm interesse num resultado particular ou vícios subconscientes. A aparente precisão as tornam falaciosas... projeções na America são fre-

quentemente mentiras embora não intencionais. São, por isso, da pior espécie, aquelas em que quem as faz nelas acredita verdadeiramente”<sup>8</sup>.

Companhia: do nosso ponto de vista, uma empresa é constituída por um conjunto de características físicas e contratuais que são postas em movimento pelas pessoas que lá trabalham. “Desconstruí-la” em seus elementos componentes, estudar cada um deles em minúcia e depois remontá-la analiticamente é trabalho de relojoeiro. E cada um monta o seu relógio como bem lhe convêm. Mas, digamos, o ideal é que ele uma vez montado marque as horas corretamente. De uma maneira geral, e dependendo do caso, na Dynamo utilizamos um conjunto extenso de partes e componentes. Por exemplo, (sem nenhuma ordem de importância): localização, lay-out, engenharia, tecnologia. Inserção setorial. Competidores, credores, fornecedores. Estatuto, acordos de acionistas, atas do conselho de administração. Posição no mercado, imagem, marca. Sistema de remuneração e alocação de capital. A ponderação de relevância de cada um desses itens e a dosagem correta de esforço para conhecê-los com toda profundidade compõem a diretriz fundamental para a cobertura desta parte da análise. Mas assim como na inflação importa menos o nível absoluto dos preços do que sua variação aqui acontece a mesma coisa. Só através dos anos e a partir da evolução deste quadro é que se pode dizer que o conhecimento é substantivo. Razão pela qual a visão fundamentalista, a procura pelos fundamentos sólidos da empresa, é como distribuição de renda. Fácil de ser defendida, mas não tão fácil de ser implementada. Buffett mais uma vez: “Não existe uma fórmula que permita calcular o valor intrínseco de um negócio. Você tem que conhecer muito bem a companhia quando está considerando comprar uma ação”<sup>9</sup>.

Administração: quem faz uma companhia acertar ou errar são as pessoas que lá trabalham. Como toda hierarquia é piramidal, os principais executivos precisam ser avaliados o tempo todo. Como reagem aos maus momentos. Seus projetos. Pensar grande ou pensar pequeno. Dedicção. Brilho nos olhos. Criatividade, capacidade de fazer, diligência. Podemos dizer que nos deslocamos do campo tradicional da economia e finanças para o da psicologia. Para quem se interessa por este ângulo, o clássico é a famosa palestra de Munger

7 Lowe, Janet, “Warren Buffet Speaks”, pg. 114.

8 Lowe, Janet, “Warren Buffet Speaks”, pg. 46.

9 Lowe, Janet, “Warren Buffett Speaks”, pg. 100.

sobre o assunto<sup>10</sup>. Como diz Jorge Paulo Lemann em outros de seus 18 princípios básicos de gestão: "o maior ativo da empresa é gente boa, trabalhando em equipe, crescendo na medida de seu talento e sendo recompensada por isso...Escolher gente melhor do que si mesmo, treiná-las, desafiá-las e mantê-las é a principal tarefa dos administradores...A liderança por exemplo pessoal é vital, tanto nas atitudes heroicas como nos pequenos gestos do dia-a-dia".<sup>11</sup> Se não é possível confiar na competência e na ética dos executivos não há porque se interessar pela coisa que é executada.

Negócio: simples. É preciso saber distinguir o bom do mau negócio. Cômico de enunciar, complicadíssimo de realizar. O que é, a priori, um bom negócio? Do ponto de vista do investidor, nada melhor do que um monopólio não regulado com crescimento. Problema: não existe. E nada pior do que a concorrência perfeita. Alívio: também não existe. Mas estes dois tipos ideais (no sentido weberiano), estes dois polos, formam uma graduação que ajuda muito nesta avaliação. Quanto mais próximo do primeiro, melhor. Quanto mais afastado, pior. Uma fonte inesgotável de insights é a experiência de ter visto vários projetos darem errado. E alguns poucos darem certo. O erro é repulsivo. A vontade é dele se afastar o mais rapidamente possível. Ledo engano. É preciso olhá-lo de perto, entendê-lo, autopsiá-lo. É das suas raízes mais profundas que se extraem as melhores lições. O acerto é glorioso. É sempre bom ficar lá por mais tempo, usufruindo esse bem estar. Equívoco. O importante é separar acaso de competência e guardar para sempre os genes desta segunda. Conversar com empresários, entender sua lógica na partida e o que foi alcançado na chegada. Ler, ler e reler a vasta literatura disponível sobre história das empresas. Pesquisar as belas epopeias e os fiascos épicos. Tudo isso porque em negócio ruim não há gênio nem "stock option" que dê jeito. Lembra Buffett que: "com raras exceções, quando executivos de reputação brilhante assumem um negócio de reputação duvidosa, será a reputação do negócio que prevalecerá".<sup>12</sup>

Por serem mais objetivos, os dois primeiros vetores, números e empresa, são sempre mais facilmente transformados em tarefa executável. Aqui vale o esforço, a transpiração. Mas são os dois outros, gestão e quali-

dade do negócio que são definitivos. Buffett: "Investir em ações é simples. Tudo que se tem que fazer é encontrar um grande negócio gerido por gente de grande talento e integridade, comprá-las por preço menor que seu valor intrínseco e depois guardá-las para sempre"<sup>13</sup>. Por isso mesmo é que o investimento fundamentalista, de mais longo prazo, é tão complexo e difícil. Há que se equilibrar todos esses pratos para se chegar à tese de investimento. Uma vez lá, é preciso perseverar para além das evidências mais imediatas em contrário que aparecerão pelo caminho. É "endurance" para triatleta nenhum colocar defeito. Mas é onde a competência mostra a sua potência. Costumamos dizer que feito o dever de casa nos números e no levantamento do que é a empresa, o segredo definitivo é o binômio formado por gestão e qualidade do negócio. É aqui que não se pode errar. É aqui que um gestor se diferencia de outro. É aqui, acima de tudo, que está o busílis da tal competência do "value investor". Não por outra razão, Charles Munger lembra sempre que investir em ações é em parte ciência (pelo que tem de objetivo, quantitativo, verificável) e em parte arte (pelo que tem de subjetivo, intuitivo, insight).

Encerramos esta Carta nos desculpando pelo exagero de citações, cometido não por acaso mas propositalmente na certeza de que você, leitor competente, entenderá perfeitamente o justo excesso.

Rio de Janeiro, 26 de março de 2013.

<sup>13</sup> Lowe, Janet, "Warren Buffet Speaks", pg. 162.

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até fevereiro de 2013

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	104,8%	1,7%	-9,5%
36 meses	66,4%	1,9%	-13,6%
24 meses	36,6%	-2,3%	-14,8%
12 meses	12,0%	-3,1%	-12,7%
No ano	-0,1%	-2,7%	-5,8%

Valor da cota em 28/02/2013 = R\$ 403,008063672

<sup>10</sup> Munger, Charles, "Psychology of Human Misjudgment", Speech at Harvard University, 1995.

<sup>11</sup> Lemann, Jorge Paulo, "18 Princípios do Banco Garantia".

<sup>12</sup> Lowe, Janet, "Warren Buffet Speaks", pg. 158.

## 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%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	165,3%	189,3%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-35,1%	87,9%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	6,6%	100,3%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	-4,1%	92,0%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-31,5%	31,5%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1001,2%	116,5%	184,7%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1034,5%	-2,6%	177,2%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-8,8%	152,7%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-24,2%	91,7%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1798,5%	145,2%	369,9%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3020,2%	45,0%	581,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4305,5%	30,8%	790,7%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6498,3%	43,2%	1175,8%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10436,6%	68,4%	2048,7%	73,4%	1126,8%
2008	-47,1%	5470,1%	-50,1%	973,3%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13472,6%	151,9%	2603,3%	145,2%	1239,9%
2010	28,1%	17282,0%	15,2%	3013,2%	5,6%	1331,8%
2011	-4,4%	16514,5%	-20,6%	2373,0%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18844,6%	11,8%	2664,3%	-1,4%	914,5%

2013	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	1,7%	1,7%	3,3%	3,3%	0,8%	0,8%
FEV	1,7%	3,4%	-2,7%	0,5%	-3,3%	-2,5%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.906.605.156

(\*) 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](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