

Carta

Dynamo 41

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º TRIMESTRE DE 2004

www.dynamo.com.br

Planos de Opções - I

Na Carta anterior, vimos algumas razões pelas quais o pagamento variável vem ocupando espaço crescente nos pacotes de remuneração dos executivos, apresentando diversas modalidades possíveis de pagamento. Uma delas, os planos de opções de compra de ações, apresentou crescimento sem precedentes nos últimos vinte anos, superando de longe as demais. Em meados dos anos 60, o valor médio unitário destes planos era da ordem de US\$ 16 mil. No final da década de 90, os CEOs americanos recebiam em média US\$ 9 milhões em opções de compra de

ações. O maior crescimento deu-se principalmente nos anos 90, quando, por exemplo, o valor total das outorgas de opções das companhias do S&P saltou de US\$ 11 bilhões em 1992 para US\$ 119 bilhões em 2000. Além disso, inúmeras empresas passaram a conceder opções não apenas para os principais executivos, mas estenderam-nas para todos seus funcionários. Estima-se que, em 2000, entre 7 e 10 milhões de empregados nos Estados Unidos participavam de planos de opções.

A queda do mercado de ações a partir do 1999 e o surgimento dos escândalos corpo-

rativos provocaram uma mudança de humor em relação à hegemonia dos planos de opções. Enron, WorldCom, Global Crossing, entre outras empresas, apresentaram aos investidores uma estranha possibilidade: executivos milionários com acionistas empobrecidos. Os pacotes de opções passam de heróis do incentivo à eficiência a vilões do estímulo à imprudência, pelo caminho tortuoso da "ambição infecciosa". Como um dos desdobramentos importantes desta nova percepção, em julho de 2003, a Microsoft, modelo da empresa-crescimento, terreno fértil da prolifera-

Natura facit saltus

A distribuição pública de ações secundárias da Natura Cosméticos S/A foi um sucesso, do qual participamos com muita satisfação. Embora tenhamos sido surpreendidos, como todos os demais investidores, com uma participação na companhia muito menor do que esperávamos, a sensação geral é bastante positiva. Permitimo-nos, neste momento, focar nossos comentários na operação de IPO e em sua repercussão em nosso mercado de capitais, deixando para uma próxima oportunidade a análise dos fundamentos operacionais da Natura, bem como dos seus *drivers* de crescimento, os quais julgamos sólidos e interessantes.

Nossa militância na gestão ativa de ações tem nos conduzido ao *front* das questões sobre a viabilidade do mercado de capitais no Brasil. Neste tema, têm sido freqüentes e intensas as discussões sobre o papel das instituições, sobre o teor das leis e marcos regulatórios, sobre alternativas para contornar a escassez crônica de fontes de financiamento, a pouca cultura de sociedade anônima entre empreendedores, os altos custos de transação, etc. Mais recentemente, o amadurecimento de algumas destas questões e o acompanhamento da experiência comparada de outros mercados levou-nos a incentivar empresários dos diversos segmentos de atividade e tamanhos de negócios a testarem o mercado de capitais como fonte competitiva para o financiamento de seus projetos. Sugerimos sempre que bons negócios, conduzidos por pessoas competentes e honestas, num ambiente transparente, com regras societárias equilibradas, poderiam ser financiados a um cus-

to de capital competitivo. Mas, nos faltavam exemplos práticos de sucesso para esta tese. Agora temos a Natura.

Na recente distribuição pública de ações da Natura, segundo informações dos coordenadores da operação, a demanda do mercado foi dez vezes superior à oferta inicial, sendo o preço final do book fechado na metade superior do intervalo sugerido. Os múltiplos implícitos foram de EV/Ebitda 7,9x e P/L 10,7x, na média das projeções para 2004 destas instituições, representando um prêmio expressivo sobre os múltiplos negociados pelas companhias que compõem o Ibovespa. A ação da Natura abriu para negociação com 9,5% de valorização, fazendo o maior volume da Bovespa naquele pregão: R\$ 160 milhões. A ação tem sido negociada a R\$ 47,00, ou seja, 29% acima do preço do book, com uma liquidez diária média de R\$ 12 milhões.

Esta operação venceu o estigma das transações secundárias, onde o mercado costuma impor um desconto maior pela assimetria de informações entre compradores e vendedores. Neste caso, ficaram claras as razões para a venda de ações secundárias e os compradores enxergaram a oferta como uma oportunidade de participar de uma história interessante, sem a desconfiança de estarem proporcionando uma "saída" parcial para os controladores.

Os valores envolvidos na operação permitem um exercício interessante: o volume de recursos captado na oferta pública foi de cerca de R\$ 680 milhões, antes da colocação do *green shoe*. Imaginando um projeto alavancado 1/3 em ações e 2/3 em dívida, a operação representaria a viabi-

lidade financeira de um investimento de US\$ 650 milhões. Podemos assumir ainda que a demanda real teria sido não de dez, mas de cinco vezes, dada a prática comum dos agentes de inflar suas propostas, prevendo que deverão sofrer cortes. *Voilà!* Nossa ginástica mental acusa uma disponibilidade potencial de recursos de US\$ 3,2 bilhões para investimentos. Muito poucas empresas em nosso mercado não teriam suas necessidades de crescimento mais do que atendidas com este orçamento.

O setor de cosméticos tem vivido um *momentum* privilegiado, alavancado por mudanças nos padrões de consumo e por alterações nos perfis da demografia mundial. Haverá sempre aqueles que entendam o sucesso desta operação como um desdobramento deste ambiente externo favorável, enxergando os resultados da Natura no rastro dos altos múltiplos com que são negociadas as empresas comparáveis no mercado externo.

Mas, o fato é que, após o IPO da Natura, novos projetos já estão na praça e rumores de outros a caminho. Talvez tenha sido este o estímulo que faltava para empresários e agentes mais céticos acreditarem no mercado de ações como fonte competitiva de financiamento de recursos. A Natura ainda tem um longo caminho a percorrer como companhia aberta, mas há evidências que esta operação já representa um salto de qualidade no desenvolvimento do nosso mercado de capitais. "A natureza não dá saltos", diz o princípio latino. Que nos perdoem os antigos, mas aqui *Natura facit saltus*. Naturalmente. ■

ção das opções, anuncia substituí-las integralmente por ações restritas.

A idéia agora é a de conhecermos um pouco desta trajetória de ascensão e queda dos planos de opções. O assunto tem habitado o cotidiano dos noticiários econômicos e políticos da imprensa americana, sensível que se tornou ao caixa das empresas e ao bolso do cidadão/acionista. Ao mesmo tempo, envolve cálculos econômicos bastante sofisticados. A edição de junho de 2001 da revista *Fortune* alertava que o pacote de opções do CEO da Apple, Steve Jobs, atingia o montante de US\$ 872 milhões. O executivo defendeu-se, afirmando que o valor real de suas opções seria zero. Um método matemático de precificação indicava na época um valor de mercado de cerca de US\$ 170 milhões para o pacote. Esse é o fascínio e o perigo dos planos de opções. Raramente, um conceito financeiro adquire tamanha permeabilidade na sociedade, ao mesmo tempo em que admite tão expressiva discrepância de avaliações. Daí a dificuldade e o interesse de se escrever sobre o tema.

Optamos, então, por separar a tarefa em mais duas Cartas. Nesta, apresentamos os principais conceitos e a nomenclatura específica de um plano de opções de compra de ações. Analisamos também a situação desta modalidade de remuneração à luz das peculiaridades do nosso mercado de capitais, sugerindo alguns elementos para o desenho dos planos. Na próxima Carta, voltamos à realidade do mercado americano, onde investigamos as razões pelas quais os pacotes de opções adquiriram formatos e dimensões sub-ótimas, procurando entender as características e os problemas inerentes a esta forma de remuneração.

Conceitos

Um plano de opções de compra de ações são regras gerais implementadas por meio de contratos individuais através dos quais a companhia concede o direito a um funcionário de adquirir ações de sua emissão sob determinadas condições pré-estabelecidas. Os planos variam em seus formatos e sistemáticas, mas, em geral, pretendem atingir os objetivos comuns de atrair e manter profissionais qualificados, assegurar suas participações no resultado que ajudaram a construir e alinhar seus interesses aos dos acionistas. No contrato, são definidos a periodicidade das outorgas, os funcionários participantes (elegíveis), as ações objeto, além das condições de exercício e pagamento do direito das opções. Um Comitê Gestor, geralmente eleito entre os membros do Conselho de Administração, costuma ser designado como responsável pela administração dos planos.

Prevista a autorização estatutária e submetida a aprovação do plano à Assembleia Geral, o Conselho de Administração passa a poder outorgar validamente as opções de compra de ações, cabendo ao Comitê Gestor sugerir a alocação das quantidades entre os beneficiários. A companhia, então, concede a cada participante o direito de comprar a quantidade de ações a ele alocada a

um determinado preço ao longo do período de vigência do plano. Este é o chamado *preço de exercício* das opções, sendo definido no momento da outorga. Em geral, será o preço equivalente a uma média das cotações recentes do mercado.

A expectativa da companhia é que o esforço de seus executivos e trabalhadores produzirá incrementos na cotação de mercado de suas ações. Se este for o caso, no momento do exercício das opções, o beneficiário poderá comprar ações da companhia a um preço inferior ao de mercado, capturando para si o prêmio pela sua contribuição para o sucesso corporativo. Um exemplo muitíssimo simplificado: imaginemos que determinado executivo, habilitado a participar do programa, receba em outorga 1.000 ações a R\$ 10 por ação, preço de mercado na época. Findo o período de carência, o executivo estará apto a exercer seu direito. Admitindo que a cotação nesta data seja de R\$ 30 por ação, ele poderá adquirir da companhia suas ações ao preço de exercício, vendendo-as em seguida no mercado, obtendo um ganho de R\$ 20 por ação, ou R\$ 20.000 no total.

Constam da nomenclatura dos planos de opções diversas definições importantes. Se o preço

objeto de análise da próxima Carta. Por ora, volte-mos às definições.

Repricing é o mecanismo através do qual o preço de exercício é ajustado para baixo, a fim de acompanhar movimentos de quedas acentuadas no preço de mercado. A idéia é tornar as opções mais *in-the-money* ou menos *underwater*. Quando o preço de exercício se atualiza em função de algum indicador econômico ou índice de performance, diz-se que a opção é do tipo *indexada*. Em geral, os preços de exercício não costumam ser ajustados para a distribuição de dividendos. Ou seja, tudo o mais constante, a distribuição de dividendos torna as opções mais *out-of-the-money* (ou menos *in-the-money*), pois o preço de mercado se ajusta para baixo, mas não o preço de exercício. Os planos são sujeitos a regras de *carência* (*vesting*) para que os beneficiários possam exercer suas opções e, uma vez exercidas, possam vender as ações. O período de carência pode vencer de uma só vez, pode ser igualmente escalonado ao longo dos anos, conforme o alcance de metas ou uma combinação das alternativas acima. Períodos menores do que um ano também podem ocorrer, embora de forma rara, sendo a maneira mais

usual entre as companhias americanas o *equal annual vesting* de 25% ao ano ao longo de quatro anos. Transcorrido o período de carência, o participante que exercer suas opções torna-se acionista da companhia, com todos os direitos da ação. Em geral, o prazo das opções é de dez anos. O exercício das opções pode se dar em dinheiro, através de financiamento da própria companhia, pela troca por ações obtidas em concessões anteriores, com os lucros do exercício das opções

em questão ou através dos direitos de valorização de ações, nos planos híbridos. Alguns planos oferecem estímulos adicionais para que os funcionários permaneçam o maior tempo possível com suas ações.

Para as companhias, o sentido dos planos de opções é o de reter e motivar empregados importantes oferecendo-lhes participação no sucesso da empresa. Criam uma cultura corporativa de "dono", estimulando e premiando o esforço de longo prazo, ao mesmo tempo em que evitam custos fixos, postergando despesas. Conceitualmente, se o preço da ação é a melhor métrica do sucesso corporativo (e sem dúvida o é para os acionistas), transformar empregados em acionistas deveria ser a forma mais coerente de atrelar remuneração à performance. Melhor ainda seria conseguir este alinhamento de interesses sem um desembolso imediato de caixa. Assim, o charme dos pacotes de opções seria o de atingir os objetivos próprios dos instrumentos de remuneração – de atrair, motivar e reter funcionários qualificados –, conseguindo ainda: i) mitigar os custos de agência, alinhando interesses na sociedade; ii) incorporar a opinião do mercado como critério de julgamento de performance e iii) fornecer uma fonte diversa de capital para financiar os gastos com remuneração no crescimento das empresas.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 Desempenho em R\$ até março de 2004

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	483,94%	451,90%	103,37%
36 meses	138,02%	159,56%	56,24%
24 meses	107,11%	129,31%	65,17%
12 meses	68,55%	108,03%	95,60%
3 meses	5,37%	3,04%	-0,74%

Valor da cota em 31/03/2004 = 60,219273595

de exercício for equivalente ao de mercado, diz-se que a outorga foi feita *at-the-money*. Caso se tenha optado por um preço de exercício abaixo ou acima do mercado, a outorga terá sido *in-the-money* ou *out-of-the-money*, respectivamente. Ao longo do período do plano, se o preço de mercado cair abaixo do preço de exercício as opções ficarão *underwater*, ou seja, não terão valor para os participantes. O *valor intrínseco* da opção é a diferença entre o preço de mercado e o de exercício. Portanto, opções com valor intrínseco positivo estarão *in-the-money*. *Valor justo* é aquele indicado por algum modelo de precificação de opção com parâmetros de mercado, como por exemplo, o Black-Scholes (BS). O cálculo matemático do preço de uma opção via BS é uma das fórmulas mais complexas e úteis em finanças, tendo seus autores, Fisher Black e Myron Scholes, alcançado o prêmio Nobel de economia pelo trabalho. O valor das opções define-se como uma função (i) do preço da ação subjacente, (ii) do tempo a decorrer até o vencimento da opção, (iii) do preço de exercício da opção, (iv) da taxa de juros e (v) da volatilidade da ação subjacente, sendo a relação matemática entre o preço da ação e o valor da opção obtida através de uma função exponencial. Esta característica traz implicações importantes no mecanismo de incentivos dos pacotes de opções. Mas, isso será

Da intenção dos conceitos à obtenção dos efeitos há um longo caminho. O trajeto dos planos de opções nas companhias americanas acabou sofrendo desvios importantes, perdendo *momentum* nos pacotes de remuneração de mercado, até estacionar no banco de réus da boa governança corporativa. Reproduzir esta rota sinuosa requer um pouco mais de espaço. Para tanto, optamos por fazê-lo separadamente na próxima Carta. Por ora, convém adiantarmos o *insight* de que, no modelo americano, no processo de determinação dos planos de opções, reside um conflito latente: o CEO é sujeito e objeto do contrato, já que ele exerce seu poder sobre o Conselho de Administração, responsável por formatar e decidir sobre o pacote de remuneração do próprio CEO.

No Brasil

Pacotes de remuneração atrelados à performance de ações são ainda muito pouco difundidos em nossa cultura corporativa. Enquanto o mercado americano se preocupa em controlar a obesidade dos planos de opções, por aqui, ainda carecemos das calorias desejáveis dos instrumentos de alinhamentos de interesses via mercado de capitais.

Nosso mercado se caracteriza pelo controle definido da propriedade do capital. São os próprios acionistas controladores que contratam os administradores e formatam o desenho de seus pacotes de remuneração. No Brasil, portanto, a relação de poder é inversa: não são os executivos que manipulam os Conselhos, mas os conselheiros que tutelam a administração. Se o custo da remuneração com opções é o tamanho da diluição dos acionistas, conselheiros eleitos por aqueles tenderão a ser diligentes nesta forma de contratação. Habitamos um ambiente onde a oportunidade para os desvios verificados no mercado americano é bem menor¹, exceção feita para o caso em que os acionistas controladores ocupam a maioria dos cargos da administração. Aí haverá incentivos para a apropriação de benefícios privados por parte dos acionistas majoritários, tão maiores quanto menor for a participação dos controladores no capital social total².

Temos comentado em outras oportunidades o potencial de desalinhamento de interesses que a combinação de propriedade concentrada e existência de ações preferenciais sem *tag along* pode provocar, estimulando uma gestão orientada exclusivamente para maximizar o prêmio de controle, condenando ao ostracismo as ações fora do bloco majoritário (vide Carta Dynamo n. 25 e 26). Sendo assim, programas de opções de compra de ações para os principais executivos podem representar um importante reforço para o time dos acionistas minoritários, sinalizando que a alta administração deverá se interessar pelo desempenho das cotações destas ações (assumindo que o programa envolva ações iguais às possuídas pela maioria dos acionistas). Portanto, instrumentos de remuneração atrelados à performance de mercado

Nosso Desempenho

As quotas do Dynamo Cougar se valorizaram 5,4% neste primeiro trimestre de 2004, enquanto que o IBX rendeu 1,2% e o Ibovespa se desvalorizou 0,74%. A rentabilidade anual composta desde o início do fundo em setembro de 1993 foi de 32,6%^{aa} em dólar e 31,2%^{aa} em IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa rendeu 9,5%^{aa} em dólar e 8,4%^{aa} em IGP-M.

Grande parte do otimismo de 2003 foi se dissipando ao longo do primeiro trimestre. Após um bom início de ano, onde os principais índices de bolsa obtiveram expressiva valorização, as expectativas se invertem e o índice Ibovespa terminou o trimestre apresentando retorno negativo.

Embora tenhamos nos beneficiado daquele ambiente de expectativas positivas, o perfil de nossa carteira continuou refletindo uma percepção mais cautelosa quanto à presença dos fundamentos necessários para a retomada de um crescimento sustentável. Seguimos com uma boa exposição às companhias exportadoras, onde conseguimos identificar vantagens comparativas de longo prazo que não dependem substancialmente da reação no nível de renda interna. Neste sentido, mantivemos elevado percentual da carteira em empresas cuja dinâmica de receita vem sendo determinada principalmente pelo mercado externo. Assim, a maior posição do Fundo passou a ser VCP.

Outro destaque do trimestre foi Ambev ON. Após a operação anunciada entre a com-

panhia e a Interbrew, os acionistas não controladores da Ambev, detentores de ações ordinárias, terão direito a receber o equivalente a 13,74 ações de Interbrew por 1.000 ações de Ambev. Desta forma, a partir do dia da publicação do fato relevante até o *closing* da operação, as ações ordinárias da Ambev passaram a ser uma proxy da Interbrew. Ou seja, neste período, o valor das ações ordinárias da Ambev pode ser entendido como uma função do preço das ações da Interbrew na Europa, da variação do câmbio (euro) e da probabilidade atribuída à realização da transação.

Com o anúncio da transação, as ações ordinárias apresentaram expressiva valorização. Ainda assim, passaram a negociar com um elevado desconto em relação ao valor da relação de troca de Interbrew. Desta forma, dado o alto desconto e a baixa probabilidade que atribuímos da operação não ser concretizada, mantivemos nossa participação em ações ordinárias da Ambev.

As perspectivas para a economia durante o restante de 2004 ainda não estão claras. Neste momento, coexistem pontos muito positivos e pontos muito negativos. A despeito da baixa visibilidade, estamos otimistas com o mercado primário de ações no país que deve apresentar um número de IPOs em 2004 maior do que a soma dos anos 2000 a 2003. Não por outra razão, dedicamos parte desta Carta à primeira destas operações, a abertura de capital da Natura.

são bem-vindos. Neste sentido, arriscamos sugerir alguns elementos para um pacote de opções, adaptados à nossa realidade³:

- i) As ações subjacentes deveriam ser idênticas àquelas dos acionistas não controladores.

Por exemplo, para os preferencialistas não haverá alinhamento de interesses se executivos tiverem planos de opções baseados em ações ordinárias, muito pelo contrário.

- ii) Opções deveriam ser ajustadas para dividendos.

Para o acionista, o que importa é o retorno total da ação e não apenas sua apreciação. Se as opções não forem ajustadas para a distribuição de dividendos, haverá um incentivo para o executivo a reter lucros, o que muitas vezes se traduz em menores retornos para os acionistas.

- iii) Opções deveriam ser indexadas.

O índice de comparação pode ser construído em termos de retorno das ações – do mercado em geral ou do setor – e não de negociabilidade. Pode-se até expurgar os maiores retornos, para assegurar que a base de comparação incida apenas sobre performan-

ces medíocres. Alternativamente, pode-se admitir uma indexação mínima relacionada a alguma taxa de juros básica, no conceito de remuneração livre de risco, a fim de refletir o custo de oportunidade do capital e não permitir que executivos possam ser remunerados quando acionistas experimentam retorno negativo.

- iv) Proibir o *repricing*.

Neste estágio inicial, dificilmente as opções representarão parcelas significativas do total da remuneração dos executivos. Quando for este o caso, se as ações caírem para uma região onde os incentivos para reter empregados se tornem fracos, pode-se admitir um novo preço, mas o número de ações deve ser ajustado para baixo, levando-se em consideração o valor de mercado da concessão anterior.

- v) Fixar e divulgar as datas para as outorgas, a fim de afastar problemas de manipulação.

A idéia aqui é restringir a oportunidade da administração de manipular o *timing* de registros contábeis ou do anúncio de notícias, em função da proximidade das datas de outorgas.

(1) Ainda assim, o Regulador foi diligente prevendo que desvios no desenho dos planos de opções são considerados como modalidade do exercício abusivo de poder de controle, incorrendo os praticantes em infração grave. (cfr. Instrução CVM n. 323 Art. 1º, Inciso XI).

(2) Este padrão de comportamento, também conhecido como *tunneling*, foi objeto de análise das Carta Dynamo 25, 26 e 33.

(3) A maior parte desta lista é emprestada de Crystal, G. *The Perfect stock Option Plan*. Prepared for The California State Teachers' Retirement System, 2003.

- vi) Estabelecer o prazo de carência de no mínimo cinco anos.
- vii) Tornar compulsório que o ganho, ou parte do ganho, com o exercício seja convertido em compra de novas ações, restritas à venda por um determinado prazo.

A idéia aqui é evitar ganhos de curto prazo com volatilidade, mantendo o compromisso de longo prazo.

- viii) Estabelecer que pelo menos três anos antes da aposentadoria, os executivos perdem o direito à concessão de opções.

Com isso, procura-se evitar decisões administrativas arriscadas e/ou focadas no curto prazo, principalmente se as opções destes executivos estiverem muito *underwater*.

- ix) Não estender o prazo das concessões para além de três anos após a aposentadoria.

Outro aspecto fundamental é que os pacotes de opções sejam aprovados em Assembleia Geral por todos os acionistas, inclusive os preferencialistas, visto que a diluição no capital total proveniente da emissão de novas

ações atinge indistintamente todas as classes de ação.

Por último, a difusão ainda incipiente dos planos de opções no Brasil, explica o fato de que o debate sobre as implicações trabalhistas, fiscais e contábeis seja bem mais tímido por aqui. Sobre estes aspectos, vale observar que: i) a interpretação dominante no meio jurídico é que o plano de opção constitui contrato de natureza mercantil, baseado na lei societária, não se confundindo com uma obrigação de trabalho, já que a opção é uma mera expectativa de direito e não um benefício que se incorpora automaticamente no patrimônio do empregado; ii) ainda não temos nem mesmo uma legislação fiscal específica sobre o assunto; iii) A área técnica da CVM entende que as companhias devem reconhecer contabilmente as despesas com a outorga de opções, mas ainda não apresentou expressa determinação sobre o assunto (cfr. Ofício-circular/CVM/SNC/SEP n. 01/2004). Enquanto isso, valem as exigências mínimas de divulgação em notas explicativas das informações requeridas pela Deliberação CVM n. 371.

- # -

Partindo da evidência de que carecemos de instrumentos de alinhamentos de interesses via mercado de capitais, mecanismos de remuneração baseados no comportamento das ações devem ser promovidos e estimulados. Neste sentido, os pacotes de opções de compra de ações são oportunos, dada sua comprovada eficiência na orientação de condutas próprias de "donos" entre executivos e empregados. Além disso, no Brasil, uma combinação de propriedade concentrada do capital e cultura corporativa tornam muito improvável um ambiente de contratação permeável às deformações verificadas em outras latitudes. Na próxima Carta, analisaremos alguns problemas e deturpações que ocorreram em experiências vividas por grandes corporações americanas. Isto servirá como subsídio para o exame de um aprimoramento no modelo: trata-se das ações restritas que, acreditamos, podem representar uma alternativa interessante de remuneração de mercado.

Rio de Janeiro, 29 de junho de 2004.

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
2000	-	3,02	1034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
1º Trim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2º Trim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97
3º Trim/01	-27,25	-32,40	666,97	-33,81	-41,52	62,12	-36,93	-49,00	36,84
4º Trim/01	38,52	-6,36	962,40	55,88	-8,84	152,71	49,07	-23,98	103,99
1º Trim/02	13,05	13,05	1101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2º Trim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3º Trim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4º Trim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1º Trim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2º Trim/03	27,29	32,98	1201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3º Trim/03	19,37	58,73	1453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4º Trim/03	22,18	93,94	1798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1º Trim/04	4,67	4,67	1887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: **R\$ 168.769.038,73**

(*) 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).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

www.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