

Carta

Dynamo 45

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º TRIMESTRE DE 2005

www.dynamo.com.br

Behavioral Finance II- Heurísticas e Vieses

Na Carta anterior, apresentamos um background mais conceitual, situando o esforço de pesquisa em *Behavioral Finance* na procura por explicações do comportamento econômico dos indivíduos a partir de hipóteses mais realistas sobre suas condições psicológicas. Vimos que os indivíduos costumam recorrer a regras heurísticas que podem resultar em vieses de julgamento. Cabe agora descrever alguns destes principais desvios. A tarefa é de curiosidade universal, já que o cotidiano de todos nós se faz pelo somatório de pequenas decisões, muitas triviais, algumas cruciais. Neste caso, temos também interesses específicos: i) como gestores de recursos, nossa atividade envolve a sequência de processos de julgamentos que culminam numa decisão de investir/desinvestir; ii) parte importante de nosso trabalho de análise está em criar alguma inteligência sobre a capacidade de decisão das empresas e seus administradores.

Procuramos ilustrar certos paradigmas dos desvios da razão com exemplos de finanças que nos são mais familiares. Sabemos, perfeitamente, que não existe um antídoto que nos torne imunes a estas falhas de julgamento. É muito difícil demarcá-las com precisão, ainda mais eliminá-las integralmente. O objetivo aqui é o de conhecê-las em sua forma geral, a fim de tentar melhorar a qualidade de nossas escolhas.

Ancoragem

Diante de problemas complexos e enunciados difíceis tendemos a agarrar-nos aos dados iniciais. Ficamos 'ancorados' às informações conhecidas, muitas vezes irrelevantes para nossa decisão. Daniel Kahneman e Amos Tversky, "K&T", (1982) apresentam uma experiência já clássica. Imagine que você está diante de uma 'roda da fortuna' que depois de acionada pára no número 65. Em seguida, você deve responder à seguinte pergunta: o percentual de países africanos pertencentes às Nações Unidas é maior ou menor do que 65? Você responde menor. Na sua opinião, qual seria este percentual exato? 45%, respondem os participantes. Imagine agora que você é outra pessoa que não foi submetida ao jogo. Gira-se a roda da fortuna que cai no número 10. Faz-se a mesma pergunta sobre o número de países africanos pertencente às Nações Unidas.

A resposta é: superior a 10. Quanto, exatamente? 25%, respondem os indivíduos submetidos à experiência. Ou seja, um dado irrelevante, aleatório, 'ancorou' as respostas dos entrevistados indecisos.

Assim como só conseguimos focar em uma única cena numa paisagem ou ouvir apenas uma única conversa numa festa ou reunião, nosso processo de formação de julgamento costuma dedicar-se a apenas um item em evidência no momento em que processamos estimativas. Geralmente, a informação considerada no início tende a receber um peso maior na estimativa final. A informação-âncora não apenas transforma-se num ponto de partida saliente no julgamento, como também tende a viesar a natureza dos dados que são procurados e recuperados em estágios subseqüentes do processo de julgamento.

Uma das manifestações mais comuns da ancoragem é a tendência de procurarmos manter o *status quo*. Vimos na Carta anterior que a Teoria Prospectiva explica este tipo de comportamento quando constata que os indivíduos percebem as mudanças negativas como mais prejudiciais do que os eventuais efeitos de mudanças positivas. Preferimos o familiar e quando pensamos em mudanças, costumamos restringir nossa pesquisa à vizinhança das alternativas existentes. Esta tendência natural à manutenção de situações e planos de ações verifica-se também no ambiente corporativo e pode representar uma ameaça ao processo de adaptação competitiva das companhias. Daí a importância da inovação e a necessidade de se criar mecanismos de incentivos permanentes para estimular a criatividade em todos os níveis hierárquicos da empresa.

Quando se trata de valores mobiliários, é bastante comum ficar-se ancorado aos preços de mercado. No caso de ações, onde a quantidade de informações a serem processadas é muito extensa e dispersa, os preços no mercado costumam ser uma referência importante nas estimativas individuais. Evita-se comprar uma ação por-

Nosso Desempenho

Neste primeiro trimestre, as quotas do Dynamo Cougar se desvalorizaram em 1,25%, enquanto o Ibovespa médio rendeu 1,51% e IBX 3,83%. O retorno acumulado do Fundo desde o seu início foi de 30,8%^{aa} sobre o IGP-M, enquanto o Ibovespa rendeu 8,3%^{aa} neste mesmo período.

A relativa estabilidade tanto dos índices quanto das cotas do Fundo neste trimestre escondem um trimestre bastante volátil. O Ibovespa chegou a estar caindo quase 10% e subindo 12,5%, enquanto o Fundo oscilou um pouco menos, entre -4,5% e +8,2%. Em linhas gerais, a carteira do Fundo tinha posições importantes em empresas de minério de ferro, de aços longos, Ambev e Itaúsa. Estas ações, na média, tiveram um desempenho regular no período. O que causou o resultado fraco neste trimestre foram as posições intermediárias da carteira, notadamente Coteminas, Klabin e Marcopolo.

Já em abril, as maiores posições do Fundo tiveram um comportamento bastante negativo, em linha com o desempenho geral do mercado, aqui e lá fora. A queda generalizada do mercado trouxe algumas ações para níveis muito atrativos, quando aproveitamos para reforçar os principais investimentos do Fundo, reduzindo tanto a posição de caixa quanto a de algumas ações intermediárias.

Pretendemos na próxima edição da Carta, que deverá estar circulando em breve, fazer uma análise detalhada da carteira do Fundo com ênfase especial nos fundamentos que norteiam nossas posições, de certa forma *contrarians* neste momento, em minério de ferro e aços longos. Teremos, inclusive, o benefício da viagem à China que estaremos fazendo em meados de junho.

O objetivo deste relatório é o de tecer comentários sobre desempenho do gestor no período, destacando os eventos mais significativos relativos aos investimentos realizados. Possui conteúdo apenas informativo e teor meramente analítico, não constituindo material de venda de ações ou de fundos, nem tampouco indicação ou recomendação para o uso destas informações em aplicações ou investimentos financeiros.

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. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

que o preço subiu recentemente, ou deixa-se de vendê-la porque caiu, ainda que a análise fundamentalista indique fazê-lo¹. Mesmo os profissionais, gestores de fundos, estão sujeitos a esta armadilha, principalmente quando não confiam o bastante em seus próprios processos de análise. É muito freqüente encontrar este tipo de comportamento também entre os analistas de mercado. Neste caso, os resultados de seus DCFs costumam ser ajustados conforme variam os preços do mercado. Observa-se então esta curiosa acrobacia dos *fair values* dos analistas variarem em função do mercado e não por conta das alterações nos fundamentos das companhias. Outra 'ancoragem' muito difundida são as 'avaliações relativas', onde a empresa torna-se refém dos múltiplos praticados no setor. Aqui, mais uma vez, a análise específica pouco conta, sendo o valor da empresa parametrizado pela situação de mercado de seus comparables.

Representatividade

Na base da mecânica do nosso pensamento reside um processo de associação. Mesmo as formas de raciocínio mais sofisticadas como a dedução lógica e os testes de hipóteses estão fundamentadas em esquemas associativos. Ocorre que esta tendência à produção de similaridades aparece logo cedo em nosso processo de julgamento espontâneo, dominando-o, e nem sempre refletindo com exatidão as contingências das situações em questão. Assim, a construção mental de similaridades pode provocar um desvio em nossa capacidade de registrar informações relevantes e de acessar de forma lógica as estatísticas dos eventos pertinentes. Tão mais importante se torna este *insight* se lembrarmos que a decisão de investir representa, por sua natureza, um processo essencialmente comparativo.

Ou seja, quando somos submetidos a um problema do tipo: qual a probabilidade de um evento A ser originado de um processo ou fenômeno B, costumamos avaliar o quanto B se parece ou representa A. O fato é que construímos esta associação em termos de similaridade, sem proceder a uma análise da estrutura de probabilidades. Tipicamente, acabamos caindo na heurística de representatividade, confundindo semelhança com freqüência estatística. Segundo Stephen J. Gould: "nossas mentes (por qualquer razão) não foram construídas para lidar naturalmente com as leis da probabilidade".

K&T (1982 b) ilustram este fato com o seguinte experimento:

Linda tem 31 anos, é solteira, despachada, e muito esperta. Graduada em filosofia. Quando estudante, sempre esteve muito comprometida com as questões de discriminação e justiça social, tendo participado de manifestações antinucleares.

Por favor, assinale a alternativa mais provável:

- a) Linda é bancária
- b) Linda é bancária e feminista ativa.

Quase 90% dos participantes escolheram a alternativa b). Na verdade, a alternativa b) é menos provável do que a a) porque possui uma conjunção, que exige uma ocorrência dupla. As pessoas escolhem b) porque a descrição de Linda lembra a de uma feminista. O nível de detalhes do enunciado provoca uma relação de semelhança, acabando por induzir ao erro de inferência estatística. K&T chamam este fenômeno de 'falácia da conjunção', uma manifestação do viés de representatividade. O recado aqui é para aqueles que lidam com mecanismos de decisões que envolvem muitas variáveis e múltiplas fontes, como é o caso de investir em ações: nem sempre uma maior quantidade de dados e riqueza de detalhes melhora a qualidade da análise ou o processo de decisão. Cuidado com a tendência de reduzir a atenção aos dados relevantes pela incorporação de informações irrelevantes.

Uma outra consequência do viés de representatividade é o que se chamou de 'lei dos pequenos números', em contra-posição ao princípio estatístico conhecido por 'lei dos grandes números' (que afirma que quanto maior for o número de dados amostrais, mais próxima à média amostral estará da população original). A 'lei dos pequenos números' é a crença em que pequenas amostras aleatórias da população deverão se assemelhar à população original, muito mais do que as estatísticas deveriam prever. Em outras palavras, trata-se da tendência de se tirar conclusões baseadas em poucas ocorrências, de se encontrar padrões e correlações onde estes não existem. Por exemplo, projetar um futuro promissor para uma companhia que apresentou dois ou três trimestres de bons resultados, escolher gestores de fundos de ações que apresentaram dois ou três semestres de boa performance.

Disponibilidade

O viés de disponibilidade ou de vivacidade ocorre quando se superestima a probabilidade de eventos ocorrerem por conta da lembrança de dados ou experiências mais recentes e/ou mais marcantes. Ou seja, a decisão se baseia na capacidade do evento provocar uma lembrança e não em sua freqüência de probabilidades. A constatação desta heurística nas experiências empíricas de K&T (1982 c) vêm recebendo o respaldo dos avanços da neuro-ciência. Hoje, sabe-se que a atividade das áreas cerebrais que provocam ou evocam as memórias são estimuladas pela atuação de substâncias neuro-moduladoras (noradrenalina, dopamina, serotonina, etc), cujas taxas de liberações estão associadas às diferentes intensidades de estados emocionais. É interessante observar que tanto os julgamentos de representatividade quanto o de disponibilidade envolvem um resgate da memória de longo prazo. A diferença entre eles é sutil: no processo

de disponibilidade, as instâncias individuais são resgatadas e o julgamento de freqüências é acessado em termos de facilidade ou saliência. No processo de representatividade, são resgatadas informações sobre conceitos genéricos, submetendo-se o caso em questão a uma comparação com a categoria mental recuperada.

Perguntados sobre as chances de serem mortos por ataque de tubarão ou por desastre de avião, a maioria dos americanos submetidos ao experimento respondeu que os tubarões seriam uma ameaça mais provável. O fato é que, óbitos provocados por queda de avião eram 30 vezes mais prováveis na época da pesquisa. A explicação para tamanho equívoco em acessar as probabilidades neste caso é que os ataques de tubarão recebem maior cobertura na mídia, usualmente em reportagens dramáticas, tornando este tipo de acidente mais 'disponível' e carregado por forte conteúdo emotivo. Pesquisas mostram que este tipo de viés ocorre entre investidores, quando estes escolhem comprar ações de companhias e investir em gestores de fundos que aparecem com freqüência na mídia. A título de alerta: um estudo interessante (Gadarowski 2001) entre as empresas de maior cobertura de imprensa nos Estados Unidos concluiu que estas tendem a apresentar performances inferiores ao do mercado nos dois anos subsequentes.

Ordenamento e Estrutura

O viés de estrutura (*framing*) se dá quando o processo de decisão é afetado em função do ordenamento ou enunciado do problema. Trata-se da violação do princípio de invariância da teoria da utilidade esperada. Lá, no ambiente da 'lógica pura da escolha', um mesmo problema enunciado de duas maneiras distintas jamais poderia produzir resultados diferentes. Já no mundo das decisões práticas, a ordem dos fatores pode alterar o produto final.

Mais um experimento de K&T (2000) como ilustração. Os participantes são convidados a imaginar uma situação em que devem decidir sobre a implementação de um programa de saúde pública envolvendo uma população de 600 pessoas com o objetivo de combater uma doença epidêmica. As opções se apresentam da seguinte forma:

- a) Se o programa A for adotado, 200 pessoas serão salvas.
- b) Se o programa B for adotado, há um terço de chances de que 600 sejam salvas e dois terços de probabilidade de que ninguém se salve.

Computadas as respostas, verifica-se que 72% dos participantes preferem a) e apenas 28% preferem o programa B. Agora, apresenta-se o problema enunciado da forma abaixo para um outro grupo de pessoas.

- c) Se o programa C for adotado, 400 pessoas morrerão.

(1) São três os principais preços-âncora que influenciam na decisão de investir: os preços extremos (maior alta e maior baixa), os preços recentes e o preço de aquisição. (v. Mussweiler e Schneller, 2003)

d) Se o programa D for adotado, há um terço de chances que ninguém morra e dois terços de probabilidade de que 600 pessoas venham a falecer.

Neste caso, apenas 22% preferem c), tendo a maioria optado pelo programa d). O fato é que A e C são idênticos, o mesmo serve para B e D. Há uma falha grosseira no princípio da invariância, sendo que os relatos afirmam que ela ocorre tanto entre participantes ingênuos quanto entre indivíduos sofisticados. Quando o problema se enuncia de forma a 'salvar vidas' as pessoas são conservadoras; aversas a risco preferem garantir vidas salvas. Quando se fala em 'perder vidas', os indivíduos se mostram propensos a risco, preferem arriscar e tentar evitar as perdas de vidas.

Problemas de *framing* são muito comuns entre os analistas financeiros. Pesquisas mostram que o *sell side* americano utiliza mais os demonstrativos 'pro forma' do que o US GAAP, mesmo sabendo que aqueles tendem a superestimar os resultados das companhias. Outro equívoco recorrente entre analistas é o de dar maior ênfase aos lucros reportados em detrimento dos fluxos de caixa, mesmo sabendo que aqueles tendem a sofrer os efeitos perturbadores das regras contábeis, dos resultados não recorrentes e dos itens não-caixa. Parte importante do trabalho de análise consiste em filtrar criticamente as informações disponíveis, tanto em termos de forma quanto de conteúdo, observando as estruturas das apresentações, a disposição dos gráficos e tabelas, a conveniência dos *deflatores* e índices, a relevância/consistência das informações oferecidas pelas companhias ou pelos *brokers*.

Excesso de Confiança/Otimismo

Este viés refere-se à tendência dos indivíduos de superestimar suas capacidades de previsão e controle sobre eventos futuros. Há diferentes interpretações sobre os principais elementos psicológicos que provocam este fenômeno de julgamento, tais como, a tendência a subavaliar os aspectos da situação na qual o indivíduo é relativamente ignorante, ou a tendência de fazer estimativas com base exclusiva nos aspectos do cenário atual ou do caso em questão.

Excesso de confiança e otimismo talvez sejam os erros psicológicos mais documentados, tendo como principais manifestações evidências de que os indivíduos costumam se classificar acima da média, tendem a achar que os demais irão julgá-los melhor do que efetivamente o fazem, exageram suas habilidades de controlar o ambiente (viés de controle), acreditam que os resultados positivos são frutos de suas próprias habilidades e os negativos derivam do

caso ou da má sorte (viés egocêntrico ou erro de atribuição), além de calibrarem mal estimativas de probabilidades.

Em finanças, estudos mostram que o excesso de confiança leva os *traders* a executarem um maior número de transações, o que em geral produz resultados inferiores. Nas companhias, o otimismo em demasia leva à diversificação, que também costuma oferecer retornos inferiores. Executivos bem sucedidos em determinados setores acreditam ter o poder de replicar seu 'sucesso' em novos projetos. Investidores em ações também padecem deste tipo de desvio. Em geral, quando a ação sobe, esperamos que ela possa subir ainda mais, até atingir o preço justo. Por outro lado, se a ação cai, tendemos a acreditar que deverá voltar a subir. Ou seja, o otimismo em excesso produz uma assimetria de percepção que costuma contaminar a atualização/revisão das expectativas iniciais.

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até março de 2005

| Período | Dynamo Cougar | IBX médio | Ibovespa médio |
|----------|---------------|-----------|----------------|
| 60 meses | 300,40% | 142,76% | 49,56% |
| 36 meses | 193,05% | 136,51% | 98,88% |
| 24 meses | 138,50% | 140,81% | 135,53% |
| 12 meses | 41,50% | 33,95% | 20,41% |
| 3 meses | -1,25% | 3,83% | 1,51% |

Valordacotaem31/03/2004 = R\$ 86,29133538

Julgamentos em Grupo

Os vieses de atribuição e de julgamento individuais costumam estar presentes também nas decisões coletivas. Eventualmente, as heurísticas individuais podem se cancelar, mas, em geral, as discussões em grupo acabam amplificando as visões iniciais dos participantes, efeito conhecido como "polarização". Diversos experimentos mostram que os indivíduos saem das reuniões de decisão com maiores convicções sobre suas posições iniciais: se possuíam uma leve inclinação ao risco, tornam-se mais desejosos de ações arriscadas; se o tom era de prudência, tornam-se ainda mais cautelosos.

Uma observação básica da sociologia humana é que pessoas que se comunicam entre si com frequência tendem a pensar de forma similar. Quando os grupos são coesos e relativamente insulados, a objetividade e a eficiência das decisões podem ficar ainda mais comprometidas. Estudos apontam como sintomas de vieses grupais: uma ilusão de invulnerabilidade – que pode provocar um excesso de otimismo e inclinação para o risco –, esforços coletivos para racionalizar ou desmentir os avisos e alertas, uma crença inquestionável na moralidade do grupo, visões estereotipadas dos adversários, pressões exerci-

das por membros do grupo contra as opiniões dissidentes, compartilhamento de uma unanimidade falsa, uma auto-censura contra os desvios de um consenso aparente.

Temos dito que na Dynamo as decisões de gestão de portfólio são sempre colegiadas. Conscientes e atentos aos riscos que ameaçam a qualidade dos julgamentos coletivos, costumamos submeter as idéias de investimento a uma artilharia interna de críticas provocativas. Em geral, costumamos chegar ao consenso, pelo caminho da discussão técnica e da confrontação intelectual. Seguindo o modelo popperiano, apenas hipóteses que não conseguimos falsificar são levadas em consideração. Nossa experiência confirma os resultados de diversos experimentos empíricos: o método de decisão colegiada alcança melhores resultados do que os indivíduos isolados, particularmente quando todos os participantes são encorajados a expressar suas opiniões livremente.

Também neste sentido, quando temos oportunidade de participar dos conselhos de administração das companhias, costumamos indicar conselheiros cujo *background* profissional seja um tanto distinto dos demais membros. Conselhos de administração homogêneos – principalmente os familiares – são menos imunes aos vieses grupais. Nossa experiência ensina que a diversidade de formações e aprendizados pessoais dos conselheiros costuma oxigenar o ambiente de discussão, ampliando o horizonte de negócios das companhias e criando condições para decisões corporativas mais acertadas.

Humor e Emoção: viés ou razão?

Antes de concluirmos, uma nota sobre o papel que as emoções e o 'estado de espírito' exercem sobre nossa capacidade decisória. Inúmeros experimentos confirmam a intuição de que o humor dos indivíduos afeta suas visões de mundo, influenciando suas escolhas e até mesmo a estratégia de processamento de informação. Citamos dois deles, aplicados aos mercados de ações: Saunders (1993) observou que "o tempo (clima) em Nova York tem uma longa história de correlação com os principais índices de ações". Hirshleifer e Shumway (2001) confirmaram este resultado para 26 países diferentes, concluindo que os investidores tendem a ser mais otimistas nos dias ensolarados².

Pesquisas indicam algumas situações nas quais os indivíduos costumam confiar mais em seus sentimentos/estados emocionais como base de seus julgamentos: i) quando os sentimentos são bastante relevantes para o julgamento em questão; ii) quando há pouca informação adicional disponível; iii) quando a decisão é mais com-

(1) Não obstante, Goetzmann e Zhu (2003) não encontraram evidências que sustentassem este argumento.

plexa e os recursos cognitivos mais escassos; iv) quando há restrição de tempo ou outras tarefas de julgamento estão exigindo atenção simultânea e v) quando o estado de espírito é 'positivo', ou seja, quando os indivíduos estão mais felizes.

Investir em ações é uma atividade complexa que requer a análise de inúmeras variáveis interagindo num padrão de comportamento frequentemente caótico. Ao mesmo tempo, pode exigir uma tomada de decisão em tempo curto. O ambiente parece então propício para a atuação com base em sentimentos. A situação torna-se ainda pior nos casos extremos, de bolhas ou crises, onde o mercado perde o referencial do que até então seria 'razoável'. Nestes momentos, acaba concorrendo um componente pró-cíclico, onde a perda de qualidade da informação disponível abre espaço para que os sentimentos ocupem participação ainda maior no processo de decisão.

Se as oscilações nos estados de espírito/sentimentos fazem parte da condição huma-

na, é importante ao menos termos consciência de suas implicações em nossas decisões cotidianas. Em alguns relatórios de analistas percebe-se claramente uma certa 'torcida' pelo negócio ou pelo desempenho da companhia. Muitas vezes, o que está por trás desta falta de objetividade é uma conhecida simpatia pela empresa ou afinidade com seus administradores. A mesma diligência serve também para nós, gestores de fundos.

Por outro lado, já vai longe o tempo onde as emoções são vistas como interferências deformadoras da razão, meras sabotadoras do equilíbrio de pensamento. Graças à compreensão do funcionamento de determinados circuitos da arquitetura neural, sabe-se hoje que as emoções possuem um papel da maior importância em nosso mecanismo de julgamento. São responsáveis por provocar atividades fisiológicas e cognitivas que produzem respostas comportamentais rápidas e superiores, permitindo aos indivíduos agir de forma adaptativa. Já está bem documentado,

por exemplo, que a ausência de medo pode levar a decisões não ótimas, principalmente quando as alternativas têm valor negativo (Damasio 1994). Parece haver, portanto, uma boa dose de 'racionalidade ecológica' nas emoções.

Terminamos citando mais um estudo aplicado às finanças. Lo e Repin (2001) testaram *in vivo* o papel das emoções na atividade de *traders* no mercado financeiro através do controle de seus desempenhos fisiológicos, entre eles o batimento cardíaco. Os autores sugerem que as respostas emocionais desempenham uma função fundamental no processamento de riscos financeiros em tempo real, concluindo que as emoções são "determinantes importantes do ajuste evolucionário dos *traders* financeiros". O jovem Pascal já teria profetizado no século XVII: "o coração tem razões que a própria razão desconhece". Uma boa dose de entusiasmo tem sido ingrediente presente nas histórias de sucesso empresarial.

Rio de Janeiro, 10 de junho de 2005.

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 | 1.034,53 | - | -2,63 | 177,23 | - | -18,08 | 168,33 |
| 2001 | - | -6,36 | 962,40 | - | -8,84 | 152,71 | - | -23,98 | 103,99 |
| 1ºTrim/02 | 13,05 | 13,05 | 1.101,05 | 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 |
| 1ºTrim/03 | 4,47 | 4,47 | 922,65 | 4,63 | 4,63 | 100,55 | 5,39 | 5,39 | 16,06 |
| 2ºTrim/03 | 27,29 | 32,98 | 1.201,73 | 38,16 | 44,55 | 177,07 | 34,33 | 41,58 | 55,91 |
| 3ºTrim/03 | 19,37 | 58,73 | 1.453,83 | 24,72 | 80,29 | 245,56 | 22,34 | 73,20 | 90,74 |
| 4ºTrim/03 | 22,18 | 93,94 | 1.798,51 | 35,98 | 145,16 | 369,91 | 39,17 | 141,04 | 165,44 |
| 1ºTrim/04 | 4,67 | 4,67 | 1.887,16 | 2,35 | 2,35 | 380,16 | -1,40 | -1,40 | 161,72 |
| 2ºTrim/04 | -4,89 | -0,45 | 1.790,04 | -8,66 | -6,51 | 339,30 | -11,31 | -12,56 | 132,11 |
| 3ºTrim/04 | 35,12 | 34,52 | 2.453,91 | 23,73 | 15,67 | 443,56 | 21,13 | 5,92 | 181,16 |
| 4ºTrim/04 | 22,17 | 64,35 | 3.020,19 | 25,32 | 44,96 | 581,16 | 21,00 | 28,16 | 240,19 |
| 1ºTrim/05 | -1,69 | -1,69 | 2967,41 | -1,66 | -1,66 | 569,87 | 1,06 | 1,06 | 243,80 |

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 276.733.594,47

(*) 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