

Metamorfose

O mundo mergulha na maior crise financeira desde a Depressão. Fenômenos sociais de grande repercussão não costumam ser propriamente descritos através de uma explicação única. Neste caso, não foi diferente. As análises de boa qualidade já denunciaram as possíveis causas para o *credit crunch* global: intenções eleitoreiras de governos alimentando artificialmente mercados imobiliários superaquecidos, exagero expansionista dos bancos centrais produzindo liquidez excessiva no sistema, descuido dos órgãos reguladores, desvios nos desenhos de incentivos dos participantes do mercado, leniência das agências de risco e, como sempre, o tempero picante da tal da ambição desmedida. Elementos diversos de ordem política, econômica, cultural e institucional combinados com disposições arraigadas da natureza humana teriam conspirado para produzir uma destruição de riqueza sem precedentes.

Em sua essência, esta é uma crise financeira. Todos e cada um destes ingredientes de alguma forma transitaram pelo sistema financeiro. Neste caso, um agente em particular cultivou relações com cada um destes elementos: os bancos de investimento. As hipotecas originadas pelos agentes imobiliários foram empacotadas e disseminadas como ativos mobiliários por esses bancos. A liquidez produzida pelos juros baixos dos bancos centrais multiplicou-se nos balanços extremamente alavancados. Os órgãos reguladores não conseguiram acompanhar a inventividade dos produtos financeiros nem enxergar os ambientes de negociação não-tradicionais, novos *playgrounds* onde os bancos de investimentos foram se divertir. Por fim, a crise escancarou práticas de remuneração e modelos de incentivos bastante questionáveis, embora muito difundidas entre os bancos de investimento. Não por acaso, aí foram registradas as maiores baixas. Instituições tradicionais como Bear Stearns, Lehman Brothers e Merrill Lynch acabaram ficando pelo caminho.

A alavancagem excessiva, a securitização desenfreada e os derivativos tóxicos, estas tais "armas financeiras de destruição em massa", logo surgem

no noticiário econômico como vilões da crise. Embora tenham culpa em cartório, são 'apenas' instrumentos de execução, produtos de seu meio. Alguma transformação anterior e no interior do sistema teria permitido a proliferação de comportamentos tão inusitados e de dispositivos tão exóticos. Passamos então a procurar por tal metamorfose. Por hábito e reflexo, descemos aos fundamentos. Fomos às origens dos bancos de investimentos, checar sua história, sua evolução. Percorremos trilhas remotas, onde buscamos pistas mais íntimas que pudessem explicar a gênese de determinadas decisões que ajudaram a precipitar este caos financeiro global. Um ângulo também limitado, parcial, mas não tão explorado pela maioria das análises. Como o caminho se estendeu, dividimos a tarefa em duas Cartas. Nesta, narramos esta trajetória dos bancos de investimento.

Nosso Desempenho

Neste terceiro trimestre, as cotas do Dynamo Cougar se desvalorizaram em 19,3%. O Ibovespa caiu 26,3% no período e o IBX 26,4. Com isso, o Fundo apresenta um resultado negativo acumulado nos nove meses de 17,1%. O Ibovespa acumula perdas de 25,1% e o IBX de 25,9%. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar atingiu um retorno de 25,8^{aa} em IGP-M e de 32,8^{aa} em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 9,9^{aa} sobre o IGP-M e 16,1^{aa} sobre a moeda americana, e o IBX 16,5^{aa} e 23,1^{aa}, respectivamente.

A crise financeira externa se acentuou e se alastrou em setembro. Primeiro, soaram os alertas sobre as dificuldades nas agências de hipotecas pára-estatais Fannie Mae e Freddie Mac. Em seguida, a notícia de que o FED não fez ouvidos ao SOS do Lehman Brothers. Na seqüência, é a vez

Na próxima, sem grandes ambições, colocamos em contexto alguns *insights* de ordem prática sobre os assuntos tratados que dizem respeito aos nossos fundos e à própria Dynamo.

Origens

O mercado de valores mobiliários no século dezoito era dominado por poucas empresas de participação, como os Rothschilds, os Barings e os Browns. Ocorre que antes de se tornarem grandes financistas, a origem destas Casas remonta ao comércio inter-Atlântico no século anterior, quando importavam commodities para a Europa, em particular para a Inglaterra, exportando produtos manufaturados para a América. A esta altura, praticamente inexistia uma legislação comercial internacional e as disputas eram resolvidas em decisões judiciais totalmente arbitrárias. A execução de créditos em juízo era tarefa especialmente árdua.

Operar neste ambiente supunha um desafio permanente. Não só porque estavam em jogo múlti-

plas jurisdições, como também a distância entre as partes envolvidas impunha evidentes limitações de comunicação. Tivessem que se apoiar no *enforcement* legal disponível, estes *traders* provavelmente jamais fechariam qualquer negócio. Estes “negociadores Atlânticos”¹ desenvolveram então mecanismos alternativos de contratação, baseados em arranjos institucionais específicos e regras privadas. Apoiavam-se basicamente: i) no conhecimento profundo das partes envolvidas; ii) num relacionamento próximo, de longo prazo, baseado em confiança e no estímulo à cooperação mútua, e iii) na ameaça de exclusão, caso as regras de convivência fossem eventualmente quebradas. Desta forma, adquiriam uma grande quantidade de informações sobre seus clientes e mercados, desenvolvendo uma rede valiosa de relacionamentos, construída sobre uma sólida credibilidade comercial e operacional.

Neste ambiente, onde os contratos de empréstimo eram de difícil execução, seria natural que estes comercializadores empregassem suas reputações e conhecimento superior para emprestar dinheiro aos seus clientes. E assim foi feito. Quando ao longo do século dezanove, os sistemas de transporte e de comunicação evoluíram, ao mesmo tempo em que o ambiente jurídico-institucional do comércio internacional se desenvolvia, essas Casas passaram a buscar negócios alternativos para usar sua reputação e conhecimento. A saída encontrada: os mercados financeiros. E, assim, ao final do século, boa parte dos lucros destes ex-mascates/neo-financistas já era proveniente de adiantamentos de recursos para empresas comerciais, bem como de operações cambiais. As Casas Comerciais teriam se transformado em Bancos de Investimento.

A abissal distância entre as partes envolvidas nas transações e a maciça dispersão de informações permitiram que o papel dos intermediários fosse simplesmente crucial para os participantes do comércio naquele primeiro momento. Este conhecimento era acumulado em estruturas de negócios familiares e muitas vezes concentrado na figura do patriarcado que chancelava as operações com seu carimbo pessoal. Quando a atividade deixou de ser apenas a de intermediário de transação comercial para emissor de ativos mobiliários, da mesma forma, a reputação dos bancos de investimentos passou a vincular-se ao sucesso das operações oferecidas aos seus clientes.

Nosso Desempenho

da AIG, maior seguradora americana, confessar perdas no mercado de *credit default swaps* e sofrer uma crise de liquidez. O processo de desalavancagem avançou rapidamente e o crédito secou no mercado interbancário em diversas praças. As bolsas colapsaram de forma coordenada, num processo de liquidação geral de ativos. Neste movimento, os fundamentos dos negócios parecem perder importância, dominados pelos fluxos contínuos de venda. À medida em que os preços dos ativos caem, aumentam as chamadas de margens, alimentando novas vendas num processo de *feedback* pro-cíclico.

Por aqui, as ações acompanharam esta toada. A primeira linha sofreu na condição de veículo líquido em tempos de crise. A segunda linha sofreu pela falta de liquidez, com os fundos tendo que vender no vazio para fazer frente aos resgates. Os índices caíram de forma sincronizada. O Dynamo Cougar registrou sua pior performance trimestral, medida em reais nominais, desde a crise da Rússia em 1998. Das dez maiores posições, cinco sofre-

¹ A expressão é usada por Morrison, A. e Wilhelm, Jr, W. em *Investment Banking, Institutions, Politics and Law* (2007), Oxford University Press, de onde tomamos emprestado vários argumentos desta Carta.

Nesta época, a informação sobre os fundamentos das empresas e sobre a qualidade dos executivos era pouco confiável, dispersa e escassa. Além disso, o poder dos acionistas de monitorar e controlar a administração das companhias era praticamente nulo. Neste contexto, os bancos desempenharam um papel fundamental de *stakeholder* de longo prazo. O caso dos Morgan foi o mais conhecido. A Casa exigia presença nos conselhos de administração das companhias investidas, onde tinha participação ativa, inclusive exercendo poderes de contratar e demitir os principais executivos. Com sua reputação de intermediário diligente, a presença dos Morgan era o sinal para os investidores de que a companhia seria gerida de forma enérgica e competente. O investimento poderia ainda desfrutar benefícios adicionais, tais como o acesso privilegiado a um *pool* de capitais financeiros, bem como a proteção da ameaça competitiva das demais empresas sob influência da oligarquia do banqueiro. Isto explicava o enorme interesse das companhias de terem os bancos de investimentos em seus quadros de acionistas.

Há evidências de que a participação dos Morgan de fato criava valor. Num estudo comparado, De Long (1990) estima que, para uma amostra de vinte companhias, em setores diversos, a presença de um sócio da J.P. Morgan and Co. no conselho de administração acrescentou uma valorização de 30% no retorno das ações no período de 1910-12. Esta percepção, por outro lado, era fundamental para a sustentação de longo prazo do negócio do banqueiro, pois assegurava sua capacidade de seguir oferecendo novas operações (*deal flow*), bem como a cobrança de taxas acima da média do mercado (*pricing power*).

Conhecimento Tácito, *Partnership* e Reputação

O negócio de um banco de investimento se apoiava então num certo tipo de conhecimento pessoal, experimental, intuitivo e intransferível, detido pelo banqueiro-capitalista. Conhecimento exercido e adquirido ao longo do tempo através do gerenciamento de sua rede de relacionamentos, da colocação de novas operações, da seleção e gestão de estratégias de *trading* e das atividades de consultoria diversas, como fusões, aquisições e reestruturações.

Qualquer operação de intermediação financeira pressupõe alguma confiança no intermediário. Mas, no caso de emissões de valores mobiliários, a

assimetria de informações entre o emitente e o comprador do título é muito maior. Daí que a confiança na reputação da instituição intermediária seja fundamental. Sem ela, o empresário não sente conforto suficiente para oferecer e expor a público seu negócio. Do outro lado, investidores não teriam segurança em comprar um ativo que conhecem bem menos do que o vendedor. Muitas vezes não se consegue encontrar o melhor equilíbrio entre as necessidades das partes envolvidas. Os investidores demandam mais informações, a fim de precificar melhor o ativo e minimizar riscos de análise; o empresário pretende acessar recursos sem expor informações estratégicas e proprietárias. Neste caso, é a reputação do intermediário que costuma acomodar as expectativas divergentes, minimizando o desconto na transação.

Este conhecimento pessoal, este capital humano tácito, era sem dúvida o maior ativo dos bancos de investimento. Acontece que, por definição, esta forma de inteligência idiossincrática não pode de ser armazenada, documentada e transferida nas formas tradicionais de treinamento. Este tipo de experiência só pode ser

Nosso Desempenho

ram queda próxima a 30% no trimestre. Em alguns destes investimentos, víamos claramente a venda desenfreada de um ou dois fundos estrangeiros, sendo obrigados a liquidar seus portfólios. Em outros casos, as companhias que resistiram num primeiro momento, logo foram vítimas de seu próprio sucesso, sendo alvo preferencial de realizações que registrassem perdas relativas menores.

A carteira do Fundo não sofreu grandes alterações. Natura e Pão de Açúcar se destacaram, ganhando passivamente importância devido às suas melhores performances relativas. Natura subiu 14,9% e Pão de Açúcar caiu 'apenas' 3,3% no trimestre. Uma combinação de razões comuns ajudou: ambas empresas têm negócios tipicamente mais resilientes, já haviam sofrido um ajuste em seus preços anteriormente e contam com uma base de acionistas mais sadia.

Seguimos atentos, rastreando oportunidades num mercado dominado pela psicologia do medo e da insegurança. E o pior é que o enredo ainda reservaria mais aflições para o trimestre seguinte.

absorvida pela exposição à tarefa exercida por algum mentor (*mentoring*), neste caso o próprio banqueiro. Ou seja, nestas empresas, dois problemas se colocam: i) qual o incentivo do sócio sênior (banqueiro) em passar adiante seu conhecimento para alguém que poderá substituí-lo? ii) Como evitar que, depois disso, o sócio júnior não deixe a empresa? Estes problemas seriam facilmente resolvidos se pudéssemos estabelecer claramente direitos de propriedade sobre o capital humano do banqueiro de investimento. Mas esse não é o caso. A impossibilidade dos direitos de propriedade capturarem a contribuição do conhecimento tácito impede que este tipo de conhecimento seja transferido de geração para geração através de contratos formais.

A solução clássica para este problema de transferência de conhecimento tácito se dá via participações ilíquidas e, de certa forma, discricionárias. Quando as participações na sociedade são ilíquidas, o sócio sênior garante o compromisso de longo prazo do júnior, ao mesmo tempo em que eventualmente assegura um comprador de última instância para sua participação, diminuindo o custo de oportunidade da tarefa de *mentoring*. Ou seja, o arranjo institucional mais adequado para lidar com negócios que envolvam conhecimento tácito é a *partnership*. Não é à toa que esta estrutura predomina entre as boutiques financeiras, os escritórios de advocacia e as empresas de consultoria.

Por outro lado, é muito difícil para uma empresa provar ex-ante se tem ou não habilidades tácitas para oferecer aos seus clientes. Neste caso, outro ingrediente fundamental entra em cena, a reputação. Um banco de investimento depende essencialmente de sua reputação para gerar retornos superiores - atrair clientes e comandar taxas altas pelos serviços. Justamente porque o capital dos sócios está comprometido na empresa numa estrutura de baixa liquidez é que eles têm o maior interesse em proteger seu capital reputacional. E a melhor forma de fazê-lo é através de um rígido processo de promoção de novos sócios. E assim, os sócios seniores tenderão a se empenhar na formação dos mais jovens como forma de preservar o capital reputacional na empresa, seu maior ativo, bem como o valor de suas participações. Ou seja, aqui novamente a estrutura de *partnership* consegue prover um arranjo institucional que permite a transferência de capital humano tácito. O contrato de *partnership* assim o faz ao oferecer aos sócios um *stake* ilíquido na reputação da firma. E assim estes se obrigam informalmente a treinar os mais jovens a fim de preservar a reputação da empresa, além de assegurar um mercado para suas participações.

Além disso, a baixa liquidez das participações exige maior compromisso mútuo entre os sócios que se traduz num monitoramento contínuo da sociedade, refletido na atenção redobrada sobre os comportamentos de carona (*free-rider*) e na pressão interna do grupo de sócios (*peer group pressure*). Não por acaso que o recrutamento dos candidatos a sócios nos bancos de investimentos acontecia geralmente no *milieu* social dos demais sócios seniores.

A estrutura de organização de uma *partnership* é, portanto, bastante adequada para comportar negócios que envolvam tarefas, habilidades e conhecimentos tipicamente tácitos. Foi sob este arranjo que os bancos de investimentos se estabeleceram no século dezoito e se desenvolveram ao longo de todo o século dezenove, desempenhando um papel importante no capitalismo financeiro e no desenvolvimento econômico da América. Não por acaso, praticamente todos eles carregam em suas razões sociais os nomes de seus fundadores. Até 1960, este tipo de estrutura manteve-se praticamente inalterada. A estrutura de controle mantinha-se familiar, fechada. Os bancos atuavam em seus círculos de competência, basicamente oferecendo aos seus clientes operações selecionadas, respaldadas na atratividade de suas reputações. O capital financeiro destas *partnerships* era limitado e os sócios se identificavam com suas respectivas Casas. O *turn over* era baixíssimo e o principal ativo dos bancos era a reputação que estes gozavam entre seus clientes e pares. E era justamente a difícil replicação deste capital reputacional construído ao longo de tanto tempo que se levantava como a principal barreira à entrada ao negócio e que, no final das contas, o tornava muito lucrativo.

A Caminho da Abertura de Capital

Foi neste período que duas forças começaram a transformar o ambiente de negócios do setor bancário americano, provocando repercussões profundas na organização interna dos bancos de varejo e, logo a seguir, dos bancos de investimentos.

O primeiro processo foi o advento da revolução na tecnologia da informação do setor. A proliferação do uso dos computadores facilitou enormemente a rotina das tarefas administrativas e possibilitou o aumento exponencial do número de negociações. Este movimento coincidiu com o avanço da participação dos investidores institucionais e dos fundos mútuos no volume total de transações, dada a melhoria operacional nas atividades de *trading* e de *back offi-*

ce (liquidação, custódia). Os bancos que investiram primeiro em tecnologia colheram vantagens, como foi o caso da Merrill Lynch, que ganhou mercado no varejo de corretagem e no segmento de *underwriting* ao longo dos anos sessenta.

Em seguida, os computadores pessoais chegaram ao *front-office*. Cada gerente de conta passou a controlar um número muito maior de clientes. As planilhas eletrônicas colocaram à disposição dos analistas um extenso ferramental de cálculo instantâneo, os trabalhos de avaliação e precificação de ativos tornaram-se padronizados e as estratégias de *trading* foram codificadas em algoritmos replicáveis. Além disso, todo este conjunto de técnicas passou a ser objeto de aprendizagem formal. Ou seja, o que antes era apreendido após um longo processo de tutela pessoal, agora passa a estar disponível em livros-texto de 'engenharia financeira' ou em salas de aula das escolas de *business administration*. Habilidades que antes só seriam adquiridas através de um longo processo de exposição interna à cultura da empresa, agora podem ser oferecidas sem restrição. De certa forma, o elemento humano da atividade do banco de investimento passa a ser commoditizado, prevalecendo a cultura que os bancos de investimentos deveriam ser 'fábricas de operações' (*deal factories*).

Toda esta transformação acabou representando um deslocamento da importância do banqueiro-capitalista. Aquele conhecimento experimental, capital humano tácito, acabou perdendo espaço, fazendo com que o peso relativo da reputação do banqueiro de investimentos diminuísse de forma drástica. Isto ocorreu principalmente nos mercados onde as atividades foram mais codificadas, como os serviços no varejo, o mercado secundário de *tradings* e, de certo modo, a administração de recursos. Como corolário, as barreiras à entrada nestes mercados foram reduzidas, a competição se intensificou e as margens de lucro se espremeram.

Neste momento, os bancos são empurrados a aumentar o tamanho de suas operações, a fim de tornarem-se mais competitivos, se apropriando das economias de escala que a automação dos processos e a codificação das atividades trouxeram. Não testar novos nichos de mercado. Para tanto, precisam de recursos e o mercado de capitais aparece como alternativa de financiamento.

A consequência destas mudanças é que os bancos de investimentos que operam preferencialmente

nos mercados de valores mobiliários descobriram que o valor de seu capital reputacional diminuiu drasticamente. Morrison e Wilhelm (2007) argumentam que os bancos que enxergaram este movimento poderiam ter um incentivo em liquidar suas reputações enquanto ainda durassem, empurrando operações pouco rentáveis em seus clientes, como parece ter sido o caso do Bankers Trust.

O fato é que estas duas forças combinadas – o avanço das necessidades tecnológicas e os requerimentos de capital financeiro necessários para fazer frente à nova realidade competitiva – empurraram os bancos de varejo e depois os de atacado para o mercado de capitais. A chamada 'crise do *back-office*' entre 1967 e 1970 deixou claro que a sobrevivência dos bancos de varejo dependia de uma operação mais automatizada. Em 1971, com a permissão da NYSE, dezesseis bancos de varejo se tornaram públicos. Nos anos 80, foi a vez dos bancos de investimento, sendo a Goldman Sachs em 1999 e o Lazard Freres em 2005, as últimas *partnerships* a tornarem-se públicas.

Com o caminho pavimentado, estamos finalmente em condições de verificar, na próxima Carta, os desdobramentos da abertura de capital e da redução do capital reputacional dos bancos de investimentos. À luz desta narrativa, aproveitamos o contexto para analisar também nossos investimentos no setor de serviços financeiros no Brasil (Itaú e Unibanco) e terminaremos com algumas observações de ordem prática sobre a importância vital que a questão da reputação tem para nós aqui na Dynamo.

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até setembro de 2008

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	240,99%	259,94%	196,62%
36 meses	62,76%	61,19%	52,84%
24 meses	28,97%	34,85%	31,40%
12 meses	-16,33%	-19,77%	-20,74%
3 meses	-19,34%	-26,35%	-26,30%

Valor da cota em 30/09/2008 = R\$ 161,222059931

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	1.001,24	-	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
2002	-	-7,86	878,90	-	-24,15	91,67	-	-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	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84
2ºTrim/07	29,34	41,85	9.259,40	28,84	41,81	1.709,26	27,19	35,73	874,08
3ºTrim/07	7,46	52,43	9.957,63	15,72	64,10	1.993,66	16,39	57,98	1.033,74
4ºTrim/07	4,76	59,69	10.436,57	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60
1ºTrim/08	-1,74	-1,74	10.253,11	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60
2ºTrim/08	16,40	14,37	11.950,74	11,55	16,11	2.394,95	17,94	13,16	1.308,33
3ºTrim/08	-32,92	-23,28	7.983,42	-23,37	-26,01	1.480,89	-38,71	-30,65	763,15

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 795.358.312,93

(*) 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 (***)

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

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