

Propósitos Passivos

Em dezembro de 2023, o total de recursos geridos por fundos que utilizam estratégia passiva atingiu o patamar de U\$ 13,3 trilhões, superando pela primeira vez na história o montante dos investimentos ativos¹. Algo inimaginável no passado, mesmo entre os mais entusiastas do potencial desta estratégia. O primeiro veículo passivo para investidor de varejo, o Vanguard 500 Index Fund, surgiu em 1976, captando inicialmente U\$ 11,3 milhões, sob o mandato de replicar o desempenho do índice S&P 500. Estamos, portanto, diante de uma iniciativa do espírito humano que atingiu o seleto grupo das realizações que conseguiram expressar um crescimento composto de mais de 30% ao ano durante quase cinquenta anos.

Não à toa já se tituló o investimento passivo como uma das mais “*profundas transformações no mercado de ações de todos os tempos*” (GMO,2024). Os atributos deste estilo de investimento explicam seu crescimento consistente por tanto tempo, e afastam o rótulo de apenas mais uma inovação corriqueira e oportunística do setor financeiro. O investimento passivo já provou que veio para ficar. A dúvida é o quanto mais espaço pode ocupar e se há limites para além dos quais o encanto pode virar abóbora, a mecânica do relógio de precisão poderia transformá-lo em artefato de autodestruição para todos ao seu redor.

Seguindo a linha da Carta passada, é do nosso interesse investigar tudo o que se movimenta com propriedade no ecossistema do mercado e que pode eventualmente afetar nossa atividade cotidiana. Muito tem sido dito e escrito sobre o tema do investimento passivo. Nosso roteiro nessa Carta não pretende ser original. Começamos com uma rápida descrição da gênese do percurso desse longo “*take over*” dos veículos passivos, ressaltando as qualidades desse estilo de investimento. A

seguir, descrevemos as implicações dessa jornada sobre a microestrutura dos mercados. Por fim, resgatando alguns elementos da última Carta, condensamos as conclusões, refletindo como tudo isso repercute em nosso dia a dia de investidor ativo no Brasil.

O mundo do investimento admite diversas taxonomias. Uma, muito comum, divide este vasto ambiente em duas espécies: investidores ativos e passivos. O investimento passivo é aquele que segue uma regra clara: imita um determinado portfólio-referência. O investidor adquire os ativos na mesma proporção do índice diversificado e se mantém nessas posições. O investidor ativo, diferentemente, é aquele que altera seu portfólio, comprando e vendendo títulos mobiliários em função dos acontecimentos, da movimentação dos preços e da atualização de seus conhecimentos. Não está amarrado a uma regra mestra pré-definida, mas se movimenta com liberdade a partir das especificações de seu mandato. O investidor ativo reage às circunstâncias do mercado e muda de opinião. Os passivos, em tese, são indiferentes ao que acontece ao seu entorno, seguindo exclusiva e estritamente sua regra de indexação.

A definição clássica de William Sharpe (1991) é ainda mais simples: investidor passivo sempre mantém cada posição em função da sua representatividade no mercado, nunca negocia. O ativo é aquele que não é passivo, cujo portfólio difere da referência de mercado e, portanto, dos investidores passivos.

A ideia do investimento passivo tomou corpo a partir de uma longa gestação de contribuições acadêmicas assinadas por diversas mãos. O matemático francês Louis Bachelier, ainda no começo do século XX, desenvolveu o conceito de eventos que descrevem um “*passeio aleatório*”, inspirando Leonard Savage e Paul Samuelson a investigar a natureza randômica do mercado de ações. Na década de 60, Eugene Fama formula a conhecida Hipótese dos Mercados Eficientes: se os preços dos ativos

¹ Há diferentes estatísticas que contabilizam esses montantes. Utilizamos os dados da Morningstar (2024).

Como de costume, as referências bibliográficas completas utilizadas neste texto podem ser encontradas em nosso site, <https://www.dynamo.com.br/pt/biblioteca>.

incorporam toda informação disponível, apenas reagindo às novas informações, não é possível bater o mercado de uma forma consistente para uma dada base ajustada de risco-retorno. Ao invés de tentar superar o mercado, investidores deveriam tentar segui-lo. Samuelson então apresenta a “prova” matemática de que se os mercados forem eficientes os preços descrevem um comportamento de passeio aleatório.

Um pouco antes, em 1952, o jovem Harry Markowitz desenvolve a Moderna Teoria do Portfólio estabelecendo o conceito de fronteira eficiente e determinando o resultado pouco intuitivo de que a atratividade de carregar ativos arriscados não depende apenas de seus riscos intrínsecos, mas do conjunto de ativos no portfólio, devido ao efeito da diversificação. Até então, na tradição de Benjamim Graham, a atividade de investimento era centrada exclusivamente na análise do ativo individual. Markowitz inaugura o deslocamento desta ênfase voltando o olhar para a construção do portfólio.

A partir daí, surgem os modelos de precificação de ativos e determinação de retornos de portfólios, com destaque para o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) de William Sharpe. De forma bem simplificada, o CAPM sugere que o investidor racional deveria escolher carregar uma participação de todas as ações de uma carteira ótima. Como o S&P 500 representa uma boa aproximação de um portfólio de mercado, contendo parte substancial do valor de mercado das companhias listadas, quando se aceitam as premissas subjacentes a essa linha de construção da moderna teoria de finanças, investir passivamente no índice surge como um corolário natural e coerente, sob o entendimento de que este veículo captura a melhor equação de risco-retorno possível para o investidor.

No início dos anos 70, Samuelson e Charles Ellis insistiam que a indústria de gestão de investimento havia se transformado em um “jogo de perdedores”. E em 1973, Burton Malkiel publicou “*A Random Walk Down Wall Street*”, uma defesa do investimento passivo em linguagem acessível, que acabaria se tornando um dos livros de finanças mais influentes, alcançando a marca de treze edições. Em paralelo, desde os anos 60, a Universidade de Chicago havia desenvolvido o *Center for Research in Security Prices* (CRSP) oferecendo bancos de dados proprietários para pesquisa acadêmica e criando diversos índices confiáveis para profissionais da comunidade de investimentos. Ou seja, a essa altura, estavam estabelecidas as bases conceituais e as possibilidades empíricas para o investimento passivo, ao mesmo tempo em que se difundia uma visão crítica a respeito do desempenho da gestão ativa.

Essa trilha intelectual precisava ser aberta, já que desde a publicação do *Security Analysis* em 1934, a visão dominante da indústria era a de que investir consistia em selecionar individualmente ativos a partir de análise fundamentalista. Segundo Graham & Dodd, investimento é a disciplina “*através da qual, por meio de uma análise minuciosa, garante-se segurança no principal e retornos satisfatórios*”. Tudo aquilo que não satisfaz esses critérios estaria basicamente atrelado a variações nos preços dos ativos e, portanto, diz respeito ao domínio da especulação. Neste contexto, provou-se importante fundamentar o investimento passivo em uma lógica coerente a fim de livrá-lo da vala comum de uma atividade meramente especulativa.

Além de desafiar o *mainstream*, a proposição passiva também enfrentava barreiras psicológicas. O argumento conhecido de um executivo da indústria sintetizava todo o ceticismo em relação à proposição de investir passivamente: “*Não acredito que a grande maioria dos investidores vai se contentar em receber apenas retornos médios. O nome do jogo é ser o melhor*”² (cfr. Wigglesworth, 2021). A frase captura uma realidade arraigada da condição humana, bem demarcada em diversos experimentos comportamentais, além de um traço marcante da cultura americana: a necessidade psicológica de sobressair, o desconforto em permanecer oculto no meio da massa, a dificuldade de aceitar na partida o resultado apenas mediano.

Ainda assim, as resistências foram sendo vencidas. A constatação empírica de que a maior parte dos gestores ativos não conseguia superar os índices foi gradualmente eclipsando a síndrome do padrão médio. Nos *teasers* de investimento dos fundos passivos, as principais vantagens da estratégia eram assim listadas: (i) simplicidade e transparência – o investidor sabe o que está comprando; (ii) acesso à classe de ativo com custo baixo; (iii) diversificação, a partir de uma exposição a uma base ampla de companhias e setores; (iv) sem risco de “gente”: elimina os vieses comportamentais, o excesso de trading, as idiosincrasias dos gestores/times de investimentos.

Os primeiros produtos passivos foram desenhados pelo banco californiano Wells Fargo quando sua divisão de *Management Sciences*, liderada por John McQuown, conseguiu acesso à capacidade de computação dos mainframes da IBM. Mas foi pelas mãos de um embaixador incansável, John Clifton Bogle, que a bandeira do investimento passivo foi empunhada e conduzida com vigor.

2 Comentário atribuído a Edward (Ned) Johnson, então presidente do conselho de administração da Fidelity.

Conhecido por fundar o Vanguard Group e inaugurar o varejo da indústria dos fundos passivos em 1976, “Jack” já havia sedimentado suas convicções desde sua tese de doutorado submetida na Universidade de Princeton em 1951, quando constatou que os retornos de longo prazo dos fundos mútuos não podiam reivindicar superioridade sobre as médias de mercado. Definindo-se como um defensor obstinado dos interesses de seus clientes em primeiro lugar, pautou sua carreira na “hipótese de que o custo interessa” (*cost matters hypothesis*). Em discurso em 2005, o nonagenário Paul Samuelson, a quem permite-se a licença do exagero, teria dito: “Classifico essa invenção de Bogle entre a invenção da roda, do alfabeto, da imprensa de Gutenberg, do vinho e do queijo: um fundo mútuo que nunca tornou Bogle rico, mas elevou os retornos de longo prazo dos proprietários – algo novo sob o Sol” (Hartford, 2017).

Com o tempo, avanços tecnológicos e aumento da capacidade de computação ampliaram as possibilidades de oferta dos fundos passivos. Nos anos 90, chegaram os *exchange-traded funds* (ETFs) oferecendo liquidez *intraday*, permitindo aos investidores comprar e vender as cotas dos fundos tal qual uma ação comum a qualquer momento durante o pregão, sem falar da prerrogativa de poderem ser usados como *hedges*, pois admitem serem vendidos a descoberto.

Medidas regulatórias também contribuíram para o avanço dos fundos passivos. Antes do *Pension Protection Act* (2006), os empregados americanos precisavam tomar uma decisão discricionária sobre participar no plano de aposentadoria 401k e escolher seus investimentos (*opt-in*). Por descuido ou falta de interesse, uma parte expressiva dos indivíduos elegíveis acabava ficando sem investir. A partir desta diretiva do *U.S. Department of Labor*, o investimento passou a ser automático, e a decisão discricionária seria para desinvestir (*opt-out*). As condições impostas pelo regulador, conhecidas por *qualified default investment alternatives* (QDIA), tais como a necessidade de fundos diversificados e de gestão profissional, permitiram à Vanguard e à Blackrock dominarem amplamente este mercado. Outra novidade regulatória que favoreceu estas gestoras foi a introdução dos *target-date funds* em 2012, que exige o rebalanceamento instantâneo do portfólio indexado em função da proximidade de alguma data específica, por exemplo, a aposentadoria do participante. Sob este arcabouço, não há dúvidas de que parte importante do sucesso do investimento passivo nos Estados Unidos se explica também pelo longo período de exuberância do mercado de trabalho americano, quando um volume contínuo e crescente de contribuições vem sendo direcionados praticamente com exclusividade para estratégias passivas.

Quem não perde oportunidade para reconhecer publicamente os méritos da jornada de Bogle é o próprio Buffett. Ícone da gestão ativa, cujos retornos de longo prazo desafiam o apelo à simplicidade da exposição ao mercado dos fundos passivos, o CEO e chairman da Berkshire tem sido acima de tudo um crítico ferrenho da “lógica de fees de Wall Street”.

“Se alguma vez for erguida uma estátua para homenagear a pessoa que mais fez pelos investidores americanos, a escolha definitiva deveria ser Jack Bogle. Durante décadas, Jack incentivou os investidores a investirem em fundos de índice de custo ultrabaixo. Em sua cruzada, ele acumulou apenas uma pequena porcentagem da riqueza que normalmente fluiria para gestores que prometeram aos seus investidores grandes recompensas sem lhes entregarem nada – ou, como na nossa aposta, menos de nada – de valor adicionado.

Em seus primeiros anos, Jack foi frequentemente ridicularizado pela indústria de gestão de investimentos. Hoje, porém, ele tem a satisfação de saber que ajudou milhões de investidores a obter retornos muito melhores sobre as suas poupanças do que teriam obtido de outra forma. Ele é um herói para eles e para mim.” (Buffett, 2017)

A aposta mencionada acima foi proposta por Buffett e aceita em 2007 pelo gestor de uma empresa de fundos que investia em *hedge funds*, a Protégé Partners. Tão convencido da dificuldade da indústria em competir com os fundos passivos, valendo um milhão de dólares, dez anos à frente, Buffett pegou o Vanguard 500 passivo e o gestor selecionou uma cesta com cinco dos melhores pares da indústria. O resultado determinou uma vitória incontestável para Buffett, com ampla margem para o fundo passivo: 125,8% x 36,3%. Curiosamente, o horizonte da aposta cobriu um período de muita turbulência, da grande crise financeira, quando teoricamente os *hedge funds* teriam a seu favor a prerrogativa de operar ativamente. Mesmo assim, nenhum dos cinco fundos escolhidos por Ted Seides conseguiu superar o Vanguard³.

O quadro que desenhamos até aqui revela o lado mais evidente desta trajetória de progresso contínuo do estilo passivo. E também descreve uma história simplificada. Na prática, a linha de demarcação entre os dois estilos,

3 Na verdade, ao que tudo indica, nem mesmo a Berkshire parece ter batido o mercado no período. Não sabemos exatamente o dia de início e fim da aposta, mas tomando os resultados anuais fechados de 2008 a 2017 do S&P 500, que se aproximam da performance do Vanguard divulgada na aposta, o retorno da Berkshire neste período rodou em torno de 110%.

passivo e ativo, pode ser mais tênue. Com o aumento da popularidade dos fundos passivos, a indústria passou a desenvolver estratégias indexadas que vão além do conceito tradicional de ponderações por valor de mercado apenas, entre as quais se destacam, por exemplo, os chamados *Smart Betas ETFs* e *Direct Indexing*⁴. Pesquisas mostram um interesse crescente dos investidores em carregarem um portfólio de investimentos personalizado. Essas novas categorias de estilo passivo surgem então como adaptações para acomodar tendências mais recentes de maior customização. Apesar de continuarem sendo produtos baseados em regras, suas construções envolvem decisões que vão além da indexação tradicional definida automaticamente pelo peso do valor de mercado. São escolhas que consistem em seleção ativa de valores mobiliários (*securities*), metodologias de ponderações e estratégias de rebalanceamentos.

A estatística mais atual que temos notícia sobre o esforço de mensuração da indústria global de índices é a da revista *Business Wire*, edição de 2018, que contabilizou a existência de nada menos do que 3,7 milhões de índices, 438 mil a mais do que a primeira contagem no ano anterior, quando o número de produtos indexados já superava em mais de setenta vezes a quantidade de ações. Diante desta prateleira vastíssima de alternativas, da tendência à super especificação e da heterogeneidade de metodologias para capturar os mesmos fundamentos, fica claro que a construção dos índices envolve não pouca discricionariedade. O volume tão expressivo de índices disponíveis reflete a natureza *on-demand* da criação desses produtos. A visão tradicional de que os índices são referências dadas, e que a partir daí os veículos passivos tentam simplesmente replicá-los, não consegue explicar este universo tão diverso. Na verdade, o entendimento hoje é que a customização inverteu o sentido da lógica da indústria: a partir de uma demanda particular do investidor, índices são criados para satisfazer cada perfil específico.

Neste caso, o provedor do fundo “passivo” passou a desempenhar o papel do gestor do fundo “ativo”. Foi o que concluiu de forma surpreendente um estudo exaustivo que investigou as metodologias de uma amostra de

quase mil índices. Segundo a autora: “Mais do que ser passivo em qualquer sentido significativo, o investimento em índice simplesmente representa uma forma de gestão delegada, onde o investidor (o principal) empodera o delegado (seu agente) para tomar decisões em seu nome. Ao invés de ser verdadeiramente passivo, seguir o índice quase sempre implica em escolher um portfólio dotado de gestão” (Robertson, 2019). De fato, uma leitura mais atenta dos critérios de confecção dos índices revela o elevado teor discricionário envolvido em sua elaboração. Não precisamos ir longe. Na metodologia do indivíduo mais “famoso” deste ecossistema, o índice S&P 500, lemos: “A seleção dos ativos constituintes fica à discricção do Comitê do Índice e se baseia no critério de elegibilidade”. No caso do *Dow Jones Industrial Average*, pertencente a outra família proeminente de índices que derivam do S&P 500, os critérios de seleção usados em sua construção são assim definidos: “Enquanto a seleção de ações não é governada por regras quantitativas, uma ação é tipicamente adicionada apenas se a companhia possui uma excelente reputação, demonstra crescimento sustentável e atrai o interesse de um grande número de investidores”.

Da mesma forma que há muito investidores ditos ativos que, por “imperativos institucionais”, procuram não se afastar dos *benchmarks* e acabam transformando seus portfólios em quase-réplicas dos índices, há também, como vimos, sob o guarda-chuva dos chamados passivos, seleção ativa de investimentos e negociação permanente⁵. Ou seja, com o tempo, aquela bifurcação bem definida que caracterizou o começo do caminho do estilo passivo foi dando lugar a um emaranhado de pistas mais entrelaçadas.

Até aqui descrevemos uma face impecável da jornada passiva: uma inovação que ofereceu uma alternativa segura, custo-efetiva e rentável para os investidores, ganhando adoção exponencial até deslocar o *establishment* da gestão ativa no principal mercado de capitais do planeta.

No começo do ano passado, David Einhorn, conhecido investidor e fundador da *Greenlight Capital*, declarou: “Vejo que os mercados estão fundamentalmente quebrados”, referindo-se ao avanço dos investidores passivos, que não fazem qualquer consideração sobre valor e simplesmente assumem que o trabalho de seleção de ativos deverá ser feito por outro. Desde então, Einhorn reforçou o tom de queixas, lembrando que a situação continua a piorar, que o mercado está ficando

4 *Smart Betas ETFs* são produtos que usam como critério de indexação elementos conhecidos como fatores, cujas características são relevantes para explicar o comportamento de risco/retorno dos ativos. Como vimos na Carta passada, entre os fatores mais comuns estão valor, tamanho, momentum, volatilidade e qualidade. *Direct Indexing* é quando o investidor detém, ele mesmo ou através de um advisor, os ativos de um determinado índice diretamente, ao invés das cotas do fundo indexado. Os benefícios geralmente perseguidos são maior flexibilidade, customização e ganhos fiscais.

5 “Closet indexation” é o termo dado ao fundo que, apesar de se denominar ativo e cobrar por isso, segue de perto um benchmark.

estruturalmente disfuncional, perdendo sua capacidade fundamental de “descoberta de preço” e a comunidade de gestão profissional de recursos está sendo destruída⁶.

O alerta soou profundo, pois veio em tom de desabafo de um investidor conhecido e bem-sucedido. Mas não é original. A preocupação com os limites do alcance do estilo passivo é antiga. Já em 1996, o então jovem Bill Ackman, outro investidor que se tornaria conhecido à frente, em um simpósio instigou a dupla Buffett/Munger com a seguinte colocação: “à medida em que mais e mais capital se torna indexado – e se pensarmos nos gestores de fundos de índice como sendo realmente um computador –, então, em termos de votos, quanto mais ações forem detidas por pessoas que não se importam com as companhias individualmente, maior será o prejuízo social de se ter o capital nas mãos de quem está apenas procurando um desempenho médio.” Concluindo a seguir: “O resultado é que quanto mais capital é indexado, mais ele inflaciona os preços das empresas no S&P e leva a uma má alocação de capital. E talvez a um desempenho prejudicial para os acionistas ao longo do tempo, porque algumas companhias recebem mais capital do que merecem” (La Roche, 2016). Ao que Munger responde, reconhecendo mérito na observação do jovem interlocutor: “Você está claramente correto. Se você levasse a indexação ao extremo lógico, obteria resultados absurdos”.

O diálogo ocorreu há quase trinta anos e antecipou alguns dilemas centrais da questão do investimento indexado, inclusive a importante repercussão sobre aspectos de governança corporativa, que trataremos um pouco mais à frente neste texto. Buffett, focando na concretude do balanço financeiro para o investidor, preferiu ao longo de sua carreira exaltar os méritos da proposta passiva, tomando a ponta indexada na famosa aposta e reconhecendo publicamente o legado de seu principal paladino. Munger, perito nos exercícios mentais, antecipou o absurdo lógico que representaria levar essa proposição de investimento ao extremo.

Já no final da carreira, o próprio Bogle, quando provocado a respeito dos perigos de uma indexação abrangente admitiu, sem eufemismos: “Se todos indexassem, a única palavra que você poderia usar seria caos,

catástrofe”. E a seguir afirmou: “Não haveria nenhuma negociação. Não haveria nenhuma forma de transformar um fluxo de rendimento em uma pilha de capital ou uma pilha de capital em um fluxo de rendimento”. Em tom atenuante, sustentou na mesma entrevista que não enxergava qualquer chance de o mercado se tornar 100% indexado. O jornalista insistiu, a partir de qual percentual teríamos problemas? Mesmo atingindo 75% de participação o mercado ainda não se tornaria perigoso, foi sua resposta (Udland, 2017).

Nos últimos anos, a literatura acadêmica em finanças vem mostrando crescente interesse em compreender com mais profundidade a dinâmica da chamada microestrutura dos mercados, investigando a maneira pela qual os mecanismos de negociação afetam o processo de formação de preços. A partir de 2016 principalmente, diversos trabalhos inauguraram avanços importantes. O aumento na capacidade computacional, o incrível volume de dados disponíveis e uma modelagem mais sofisticada estão permitindo transformar suspeitas teóricas em grandezas mensuráveis, revelando realidades até então imperceptíveis a olho nu. No que diz respeito ao tema do investimento indexado, de forma bastante simplificada, os principais resultados críticos são os seguintes:

- (i) Fundos passivos não obedecem à definição acadêmica clássica de William Sharpe de que o investidor passivo é aquele que nunca negocia. Na prática, fundos passivos negociam, não apenas nos rebalanceamentos dos índices, mas sempre que recebem aplicação ou enfrentam resgate.
- (ii) Fundos passivos seguem uma regra simples: se acontece a aplicação, ele compra; se ocorre o resgate, ele vende, de forma automática e independente do preço em tela. Os fundos passivos não costumam carregar caixa, ou carregam muito pouco caixa, como percentual do tamanho do fundo. O impacto mecânico de não carregar caixa é comprar e vender a qualquer preço.
- (iii) As estratégias passivas apresentam um comportamento perfeitamente inelástico, totalmente insensível aos sinais de preço. Daí que se perde o elemento informacional dos preços. Normalmente, quando eles sobem, a demanda pelo ativo diminui, e vice-versa. Trata-se da mecânica básica de ajuste do mercado. Sem essa sensibilidade, seguindo apenas a sistemática de replicação da carteira, quando chega aplicação, compra-se mais do que se tem mais, e quando surge resgate, vende-se mais do que se tem

6 Mike Green, fundador da Simplify, outro investidor que vem alertando sobre os perigos deste avanço sem limites, refere-se ao investimento passivo como uma “máquina de moer gestores ativos”, já que “o investidor que faz conta de fluxo de caixa descontado está sendo substituído por alguém que assume que outro está fazendo esse trabalho, achando que com isso não tem qualquer influência no mercado, o que não é verdade” (Green, 2022).

mais, sem considerar fundamentos nem olhar para preços⁷.

(iv) No agregado, como os fundos passivos vêm registrando entrada líquida positiva de recursos de forma consistente, a combinação dos itens (ii) e (iii) acima provoca as seguintes consequências observáveis no mercado:

(a) Os *valuations* dos ativos subjacentes aumentam, em compasso com o crescimento dos fundos, independentemente dos fundamentos. Ou seja, já que os investidores não estão reagindo ao estímulo do aumento de preço como se esperaria, o mecanismo de *feedback negativo* da resposta da demanda encontra-se “emperrado” (inelasticidade). Assim o contínuo fluxo para os passivos deve continuar movendo preços para cima.

(b) As ações se tornam mais correlacionados, já que as ordens de compra e venda são espalhadas na mesma direção para a totalidade das posições da carteira. De fato, tem se registrado um aumento histórico nas medidas de co-movimento, até o ponto de chegarmos ao fato inédito em 2018, quando todas as ações do índice S&P 500 oscilaram na mesma direção. Algo que se repetiu algumas vezes desde então.

(c) Dado que, por construção, a alocação dos recursos que chegam nos fundos passivos obedece ao critério de proporcionalidade do tamanho das posições, verifica-se um aumento da concentração dos mercados. O gráfico do índice Herfindahl-Hirschman (medida de concentração) do S&P 500, por exemplo, mudou de patamar

principalmente a partir de 2020 e vem atingindo sucessivas máximas históricas. De fato, nos últimos dois exercícios, 60% do retorno do S&P 500 é explicado pelo desempenho das “Magnificent seven”, cujo valor de mercado de U\$S 18 trilhões representa 35% do índice. Outra forma de expressar essa concentração, também neste período, apenas 29% das companhias do S&P 500 conseguiram superar o índice, quando historicamente esse número se situa entre 50%/55% (cfr. BofA, 2025).

(d) É assim, as companhias maiores se tornam ainda maiores (viés de momentum), a partir de um efeito de auto reforço positivo: o que sobe mais, recebe mais fluxo e tende a subir mais ainda. Além disso, de forma surpreendente, as companhias maiores em valor de mercado são também aquelas que apresentam maior volatilidade, já que as evidências mostram que neste espaço os investidores se comportam de maneira ainda mais inelástica. A relação positiva entre tamanho e volatilidade parece contraintuitiva, mesmo entre empresas no segmento de tecnologia, porque as maiores companhias são mais cobertas pelos analistas/investidores e, portanto, seria razoável admitir que elas seriam mais eficientes, sob o aspecto informacional. Mas não é isso que se verifica, até porque liquidez não escala com valor de mercado.

(e) Essa espiral de autoalimentação positiva, fluxo-valuation-fluxo, por sua vez, reforça a atratividade da estratégia passiva vis-à-vis a gestão ativa. Quando fluxos interagem com iliquidez, a resultante são retornos auto inflados (Beck et al., 2024). Os gestores ativos passam a conviver com resgates e perdem relevância na indústria.

(f) O encolhimento dos gestores ativos traz repercussões de extrema importância na dinâmica do mercado de capitais. Primeiro, reduz-se o espaço de atuação daqueles que são responsáveis pelo “price discovery” no mercado, que fazem o trabalho de seleção dos investimentos elegíveis para participar dos índices. Segundo, levam a uma inibição no volume de IPOs, já que as novas companhias que se tornam públicas por definição não participam dos índices e, portanto, não são alcançadas pelo espectro de interesses dos fundos passivos. Neste momento, são os

7 Em tese, quando um grupo de investidores passa a adotar estratégias passivas, espera-se que os demais se tornem mais agressivos, a fim de “não deixar dinheiro na mesa”, assegurando a eficiência informacional do mercado. Evidência dessa reação são os hedge funds e pod shops encurtando horizonte de tempo e negociando com mais frequência à medida em que o investimento passivo aumenta penetração. Diferentemente do esperado pela teoria tradicional, e pela Hipótese dos Mercados Eficientes, que supõe que os mercados são altamente elásticos, Haddad et. al (2024) mostraram que esta compensação não é integral. Estimam que as “respostas estratégicas” dos demais investidores reduzem o impacto direto de um aumento do investimento passivo em dois terços. Como 1/3 “fica inerte” e 32% foi o aumento da participação do investimento passivo nos últimos 20 anos, os autores chegam à conclusão de que a redução da elasticidade no mercado foi da ordem de 11%, o que é bastante significativo. Outros trabalhos empíricos pioneiros tentam descrever e medir a “hipótese dos mercados inelásticos”, tais como: Gabaix & Koijen (2021) e Bouchaud (2021).

investidores discredionários que geralmente costumam participar e ancorar as ofertas iniciais⁸.

- (g) Conceitualmente, o aumento da participação passiva, através por exemplo da disseminação dos ETFs, deveria melhorar a eficiência dos mercados, ao reduzir custos de transação, facilitar vendas a descoberto e assim aumentar a velocidade da incorporação de novas informações nos preços. Na prática, o que se vê é o contrário. Estudo empíricos sugerem que a indexação tem deixado os mercados menos e não mais eficientes, pois alimentam especulação/ruído de curto prazo, diminuem liquidez das ações e reduzem a relevância das informações específicas na variação dos preços dos ativos. Com isso, as companhias ficariam mais sujeitas aos “choques de sentimento” e aos impactos de risco de cauda dos mercados (Höfner et al., 2023).

Uma estratégia de investimento que não considera os fundamentos das companhias e negócios, ignora os preços dos ativos, não responde a fluxos e despreza os pesos relativos das posições no portfólio, precisa confiar muito na capacidade de escolhas daqueles a quem foi atribuída essa gestão terceirizada. Este modelo supõe que os investidores discredionários vão continuar desempenhando o trabalho pesado de análise, selecionando as ações vencedoras que deverão participar dos índices. Supõe também que o mercado continuará funcionando sob o aspecto informacional. As evidências empíricas dos estudos recentes sobre a dinâmica da microestrutura dos mercados sugerem que o crescimento do investimento passivo parece atingir um limiar a partir do qual essas duas premissas ficam comprometidas. Quando isso acontecer, a estratégia passiva pode se tornar vítima de seu próprio sucesso, deflagrando uma condenação autofágica, pois se encarrega de destruir as premissas que a sustentam. Não

8 Só como ilustração, tanto é que a regulação dos SPACs, a fim de atingir esses bolsos profundos, incluiu um dispositivo prevendo que a partir de determinado tamanho, a operação se torna elegível para investimento para os fundos indexados. SPAC – Special Purpose Acquisition Company – é uma estrutura na qual uma companhia holding vem a público sem operações nem ativos com o objetivo de adquirir ou se fundir com outra companhia operacional. A justificativa para essa inovação consiste em permitir o acesso a capital em condições de liquidez mais restrita no mercado e a custos mais competitivos do que o de uma Oferta Pública Inicial tradicional. A “onda” SPAC ocorreu em 2020 e principalmente em 2021, quando mais de seiscentas operações foram registradas. Desde então, a atividade caiu drasticamente, para menos de 10% desde volume no ano passado.

por acaso, determinar esse ponto de inflexão, que aciona uma mudança de regime, consiste em um dos desafios que mais intrigam estudiosos de finanças e uma das questões de maior relevância prática para investidores.

O problema é que estamos mais uma vez diante de um fenômeno regido pela lógica da “tragédia dos comuns”. Do ponto de vista do investidor individual, a estratégia de maior payoff é continuar “surfando” essa onda e tentar sair antes que ela estoure na bancada de areia. Do ponto de vista social, a melhor solução seria alguma providência regulatória a fim de restabelecer um equilíbrio mais saudável entre os participantes do ecossistema para que o mercado possa retomar sua eficiência operacional e evitar o colapso contratado. De maneira irônica talvez, o estilo passivo, que parte do suposto de que investidores pouco sofisticados, quase-ingênuos, deveriam resignadamente aceitar participar do mercado através de uma estratégia individual *price taker*, acabou transformando-os coletivamente em verdadeiros *price makers*.

Esta constatação empírica resultante do sucesso dos fundos passivos de que fluxos podem determinar preços por um longo período de tempo resulta em uma novidade instigante. Conforme lembramos na Carta passada, *value investors* assumem que seu esforço por “compreender as alavancas do valor intrínseco das companhias identificando distorções nos preços dos ativos será recompensado em algum momento, quando o mercado perceber essas assimetrias tratando de convergir preços na direção do lastro confiável do valor”. Nesta perspectiva, “o mercado ciclótico sempre foi visto como aliado, oferecendo

Dynamo Cougar x Ibovespa Rentabilidade em R\$ até Janeiro de 2025

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
120 meses	207,3%	168,9%
60 meses	-2,8%	10,9%
36 meses	-3,1%	12,5%
24 meses	9,3%	11,2%
12 meses	-3,2%	-1,3%
No ano (2025)	5,5%	4,9%
No mês (Janeiro)	5,5%	4,9%

(*) Ibovespa Fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo.

oportunidades de entrada e saída a preços convidativos nos momentos de excesso. Passados os extremos emocionais, em tempos de maior sobriedade psicológica, a racionalidade prevalece e trata de colocar os preços onde os *value investors* disciplinados imaginam permanecer ou desembarcar” (Carta Dynamo 123).

A prevalência e sucesso do investimento passivo conferem um novo *status* ao fenômeno dos “fluxos”: passam a desempenhar protagonismo na determinação dos preços de uma forma mais duradoura, deixando de ser apenas *influencers* de curtíssimo prazo. Se esse for o caso, as premissas do modelo mental dos *value investors* seriam afetadas, daí a reação incisiva de alguns de seus defensores. Se os fluxos “fazem” preço, provavelmente a esperada “correção” do mercado, a convergência dos preços na direção da realidade dos fundamentos, pode demorar, exigindo dose maior de paciência.

Ainda assim, vale lembrar alguns atenuantes. A realidade de supremacia dos fundos passivos até o presente se circunscreve a uma classe de ativos e uma única geografia: ações nos Estados Unidos. A penetração dos fundos passivos no mercado de *bonds* americano vem crescendo, mas não supera 25/30% deste mercado. Também é conhecida a superioridade da performance dos investidores ativos sobre os índices nas demais praças globais, principalmente nos mercados emergentes. No Brasil, sabemos de um bom número de gestores ativos que superam consistentemente o Ibovespa. As razões são múltiplas e históricas. Os principais critérios de seleção do índice, negociabilidade (liquidez) e tamanho, não capturam na ponderação adequada a qualidade, o mérito empresarial e o perfil de risco de muitas companhias, carregando peso relativo de empresas estatais e *commodities*. Adicionalmente, nossas maiores companhias não estão expostas na mesma proporção às virtudes da tecnologia digital e de modelos de negócios do tipo *vencedor-leva-tudo* que avança sobre os negócios tradicionais e acabou transformando o S&P 500 das “*magnificent seven*” em um respeitado *stock picker*. Ou seja, aqui no Brasil, mesmo observando um aumento dos investimentos passivos, chegando principalmente pelo canal de transmissão dos índices globais, acreditamos que estamos mais insulados do risco de o nosso mercado de ações ser impactado pelos veículos passivos na mesma magnitude que ocorreu nos Estados Unidos.

Por outro lado, a força de arrasto da pujança do desempenho do mercado americano puxado pela locomotiva das *big techs* repercute globalmente. Os Estados Unidos vêm concentrando desempenho e drenando recursos dos demais mercados. O desempenho relativo das ações nos Estados Unidos comparado ao resto do mundo encontra-se alguns desvios padrões acima da

média histórica, algo jamais visto. Da mesma forma, nos últimos cinco anos, o volume de recursos captados pelos fundos de ações americanos foi seis vezes superior ao do “resto do mundo” consolidado. E podemos afirmar sem medo de errar que o grande beneficiário foram as estratégias passivas. Apenas no ano passado, os fundos ativos americanos enfrentaram cerca de meio trilhão em resgates enquanto os passivos captaram U\$S 2,8 trilhões.

Governança

Antes de terminar, uma nota rápida sobre os impactos do crescimento das estratégias passivas sobre questões de governança corporativa.

A estratégia passiva de baixo custo requer escala para se viabilizar como negócio. Não à toa, a indústria se concentrou a tal ponto de ser amplamente dominada pelas “três gigantes” ou “Big 3” (Bebchuck & Hirst, 2019), ou os “novos titãs de Wall Street” (Fisch et al., 2019): Blackrock, Vanguard e State Street. Estima-se que hoje, juntas, elas detêm participação de cerca de 30% de todas as ações do índice S&P 500. Trata-se de uma concentração de propriedade sem precedentes no reduto da pulverização do capital, quando de forma insólita o controle de direito das *corporations* americanas recai nas mãos de investidores que se propõem participar do mercado de maneira apenas passiva.

As repercussões na dinâmica das relações societárias são óbvias. A maneira pela qual essas empresas monitoram, votam e engajam com as companhias de seu portfólio repercute no sistema de governança e no próprio desempenho destas companhias. Muito tem-se discutido sobre os incentivos dessas empresas e sobre sua atuação efetiva no exercício (ou não) do poder de representatividade que essa enorme massa de investidores lhes confere.

Apesar dos representantes das “Big 3”, entre os quais o mais vocal tem sido Larry Fink da Blackrock, constantemente reafirmarem seu compromisso com a *stewardship*, ou seja, o engajamento ativo, fundamentado no dever fiduciário, buscando agregar valor e promover sustentabilidade, alguns especialistas enxergam de forma diferente. Para esses, os fundos passivos não teriam interesse em engajar ativamente, uma atividade custosa, pois cobram taxas baixas e assim capturariam uma fração muito reduzida da apreciação resultante, sem falar na “carona” que dariam para os demais fundos concorrentes indexados nos mesmos ativos (Bebchuck & Hirst, 2020). Além disso, há razões para que os veículos passivos adotem uma postura mais “respeitosa” (*deferencial*) em relação às companhias. Isto porque, há conflitos na

agenda de interesses pessoais dos gestores de fundos indexados, já que boa parte dos recursos captados por essas empresas têm origem nas companhias, através da gestão da carteira dos planos de aposentadoria dos empregados. Além disso, precisamente pelo tamanho que os grandes fundos adquiriram, torna-se conveniente adotar uma estratégia mais discreta, não se envolvendo em polêmicas corporativas, a fim de não provocar atenção dos reguladores. Como essas empresas têm participações em diversas companhias de um mesmo setor, poderiam levantar desconfianças junto aos órgãos que regulam competição. Sendo assim, os fundos seriam passivos não apenas enquanto investidores, mas também na condição de acionistas.

Em relação aos estudos empíricos, os resultados dependem do escopo de observação. Quando as “Big 3” são comparadas apenas com os demais fundos passivos menores, há evidências de que elas se empenham mais em pesquisa proprietária de governança, parecem votar com mais independência em relação às prestadoras de serviço de aconselhamento de votos (*proxy advisors*) e apresentam um incentivo maior para engajar. Por outro lado, quando comparados aos fundos ativos, elas tendem a votar *pro-management* com maior frequência, o que reforça a hipótese da postura mais “resignada” mencionada acima (Brav et al., 2023). Outro trabalho empírico recente, buscou um ângulo diferente e concluiu que a resultante do impacto de governança sobre as companhias depende de quem os grandes fundos passivos estão substituindo na base acionária: se as “Três Grandes” deslocam outros fundos passivos menores, os indicadores de governança e de transparência tendem a melhorar. Em compensação, quando elas substituem investidores ativos, a governança mostra sinais de piora (Chen & Heater, 2024).

Tudo leva a crer que os gestores passivos em geral não têm balanço, interesse, nem inclinação natural para desempenhar atividades de governança. Acontece que as “Big 3” ficaram tão grandes a ponto de subverter essas “restrições” iniciais. A escala é tal que passou a: (i) remunerar o engajamento, tanto em termos de receitas com taxas, quanto no desempenho das companhias investidas, dado o tamanho das participações; (ii) alavancar a obrigação do dever fiduciário, e com ela a necessidade de monitoramento e engajamento, oferecendo um contraponto à tendência institucional de não-enfrentamento. Já dizia o tio do Peter Parker (o Homem-Aranha): com o poder vem as responsabilidades. O crescimento das “três gigantes” foi tão vertiginoso que vem obrigando-as a desempenhar papéis não previstos no roteiro original.

A continuar este ritmo de expansão, já se contemplam preocupações inéditas à frente: o atingimento de

determinados limites de participação nas companhias americanas altera o *status quo* do investidor tornando-o proprietário efetivo (*beneficial owner*), o que aciona obrigações legais e impõe limites de negociação, restrições que os investidores de portfólio em geral preferem evitar, e que podem causar transtornos ainda maiores para os veículos dotados de regras sistemáticas. Adicionalmente, quando for preciso respeitar limites de participação a fim de evitar o acionamento das cláusulas de *poison pills*, por exemplo, os fundos passivos poderão perder aderência aos índices, se afastando de seu objetivo estatutário.

Nessas duas últimas Cartas, tentamos descrever características e comportamentos de alguns participantes que ganharam relevância no mercado de capitais. Empregamos a metáfora de um ecossistema entendendo que estamos diante de um ambiente com um elevado número de indivíduos em constante interação e adaptação, que adotam estratégias diversas para prosperar, refletindo elementos competitivos e cooperativos do mundo natural. Dada a extensão do desafio, selecionamos três espécies para direcionarmos nossa lupa: aqueles que operam em alta frequência, os investidores baseados em fator e o investimento passivo. Cada uma dessas categorias admite diversas subdivisões. Em comum, todos acreditam em algum entendimento coerente e no potencial de suas ferramentas, de tal maneira que essa união de estratégia e instrumentos possa lhes conferir algum diferencial, levando-os a se antecipar ao mercado e assim capturar resultados acima da média, ou aceitando retornos de mercado oferecendo custos mais baixos. Entre os investidores sistemáticos, os HFTs visam extrair esse excesso de retorno a partir da micromecânica dos livros de ordens e das telas de negociação, investindo em modelos matemáticos, algoritmos velozes e poder computacional. Estratégias baseadas em fator partem de uma enorme quantidade de dados e empregam modelos estatísticos a fim de identificar os padrões de características (fatores) mais adaptados para cada momento do ciclo e que prometem uma relação de retorno ajustado ao risco mais interessante. Investimentos passivos são estratégias baseadas em regras sistemáticas simples, bastante custo-efetivas, que se aproveitam do trabalho dos gestores ativos e vêm oferecendo retornos consistentes nas últimas duas décadas, beneficiando-se principalmente do bom desempenho das grandes companhias de tecnologia nos Estados Unidos.

Como fazemos parte de um mesmo ecossistema, a atuação dessas espécies também nos afeta. Os HFTs atuam na dimensão das “partículas quânticas”, em uma escala de tempo bastante distinta da velocidade dos

acontecimentos do mundo real. Ainda assim, no agregado, essa busca frenética pela vantagem micrométrica é capaz de determinar preços de curto prazo, provocando oscilações consideráveis, por vezes *intraday*, sem qualquer lastro com a realidade do dia a dia das companhias. De forma prática, passamos a conviver com uma maior volatilidade das nossas cotas e a experimentar movimentos de preços de curto prazo de difícil compreensão.

Investidores baseados em fatores por vezes também selecionam estratégias extrapolativas que privilegiam persistência de performance levando a uma dinâmica de movimentos endógenos de preços. Ao capturar *momentum* e tendência acabam se afastando da bússola dos fundamentos. Neste caso, observa-se também o mesmo efeito de auto reflexividade, quando preços recentes se tornam o principal norte de investimento e de construção de portfólio.

Já o avanço sem precedentes das estratégias passivas tem tornado o mercado mais insensível (inelástico), prejudicando o processo de descoberta de preço e reduzindo sua eficiência agregada. Aqui, as decisões alocativas se baseiam em regras automáticas sem qualquer espaço para discricionariedade ou considerações de fundamentos. Coincidindo com um período de hegemonia das *big tech* americanas, os fundos passivos se mostraram *stock pickers* competentes. E assim, investidores assumidamente “*naives*” se transformaram na prática em verdadeiros formadores de preço. Por construção, regidos por uma mecânica que se autoalimenta, sob a hegemonia dos fundos indexados e ETFs, fluxos geram performance, que por sua vez origina mais fluxo, levando a uma espiral preocupante de assimetria de *valuations* e concentração de participações jamais vistas no mercado.

A coexistência das indústrias passiva e quantitativa não é mera coincidência. Nada melhor do que um ambiente de comportamentos previsíveis como a regularidade das regras sistemáticas (simples) passivas para que os algoritmos possam desenvolver suas habilidades estatísticas. Ainda mais se essas estratégias se tornam amplamente dominantes, empurradas por um movimento secular, com a captação de alguns trilhões de dólares desejando agir sob o mesmo *modus operandi*, determinando movimentos com direções bem definidas, espessas e prolongadas, como poucas vezes observados.

A combinação do aumento contínuo dos investidores sistemáticos, do uso de algoritmos e computadores assumindo a cabine de comando das mesas de trading, da tendência de crescimento da indústria passiva de alocação de recursos e de investidores de varejo em ebulição tem criado um ambiente de negociação frágil e conseqüentemente mais perigoso, que exige precaução,

observação e reflexão contínua. Estamos atentos, tanto aos impactos (positivos e negativos) que essa dinâmica pode causar nos preços dos ativos do nosso portfólio, quanto nas implicações para o desenvolvimento da indústria de gestão de recursos e na própria evolução do mercado de capitais no Brasil.

Essas constatações em nada deslocam nossas convicções. Continuamos focados em nosso trabalho de análise que consiste em uma busca obstinada pelos elementos que provêm pistas sobre a vitalidade dos negócios, a excelência empresarial, a qualidade do time de gestão, a concretude da proposta de valor, a espessura do posicionamento competitivo, entre outros atributos que, juntos, determinam essa enigmática realidade do valor das companhias. O ofício se assemelha à montagem de um vitral gótico, onde cada peça isolada parece pouco contribuir, mas quando devidamente organizadas revelam um resultado coletivo apreciável. Essa é a graça e o segredo da abordagem *bottom up* aparentemente tediosa, que compreende a atividade nada glamorosa do garimpo diário de peças fragmentadas, não propriamente expressas na forma de dados codificados. Já dissemos que para nós preço é um epifenômeno, derivativo da realidade subjacente dos fundamentos, o verdadeiro ativo subjacente. É claro que sabemos também que eles detêm o monopólio das avaliações e são os responsáveis para determinar resultados, apontar vencedores e perdedores. Já foi dito, podem ficar desnorteados por mais tempo do que nós poderemos ficar “solventes”. Daí a importância cada vez crescente para o gestor do atributo fundamental da união estável com investidores qualificados.

Continuaremos com o foco no longo prazo, buscando identificar o real valor dos ativos nos quais investimos. Com o *price discovery* cada vez mais contaminado por fatores não necessariamente fundamentais, entendemos que as janelas de observação daqui em diante poderão ser mais extensas. Esse ambiente efervescente oferecerá mais oportunidades, com maior risco estatístico (volatilidade), exigindo assim maior convicção e capacidade analítica. E, principalmente, um entendimento claro do horizonte do investidor. Mais do que nunca, uma base de investidores informada e em sintonia torna-se o principal ativo para a gestão de recursos de longo prazo.

Temos convicção de que poderemos tirar proveito dessas assimetrias e deslocamentos dos preços em relação à realidade dos fundamentos, transformando desvantagens aparentes em valências efetivas. Ao longo de trinta anos, nossos princípios e técnicas já foram postos à prova em diversas circunstâncias. Estas duas Cartas revelam um traço peculiar nosso aqui na Dynamo: a curiosidade de provocar o contraditório, de examinar até nas diferenças

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Rentabilidade em US\$*)

Período	DYNAMO COUGAR		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%
2021	-23,0%	23.762,3%	-18,0%	538,9%
2022	-7,8%	21.899,9%	12,0%	615,4%
2023	32,1%	28.965,0%	31,8%	842,8%
2024	-30,8%	20.002,8%	-29,9%	560,7%
2025***	12,0%	22.423,8%	11,4%	635,9%

(*) Tendo em vista se tratar de um Fundo existente desde 1993, os valores foram convertidos para dólar (US\$) como forma de expurgar a volatilidade da moeda brasileira ao logo do período e, dessa forma, minimizar o risco de possíveis interpretações equivocadas do leitor em uma decisão de investimento/desinvestimento. O Dynamo Cougar é um fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em ações e está fechado para captação. (**) Ibovespa fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo. (***) Rentabilidade até Janeiro de 2025.

elementos que possam interrogar nossos alicerces, a fim de construí-los com ainda mais solidez. A empreitada, mesmo que arriscada, quando executada com honestidade e diligência, invariavelmente se prova válida. Desta vez não foi diferente. Saímos desta jornada com uma confiança serena – estabelecida sob o pilar do aprendizado com os erros, da força do método, da obstinação pelo aperfeiçoamento e da experiência acumulada – de que temos em mãos a faculdade de conceber um portfólio de companhias vencedoras capaz de proporcionar retornos atrativos e consistentes para os nossos investidores.

Rio de Janeiro, 14 de Fevereiro de 2025.

Informações adicionais:

- **Data de Início:** 01/09/1993
- **Objetivo:** Proporcionar aos cotistas valorização real de suas cotas a médio e longo prazo, mediante aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido em cotas do Dynamo Cougar Master Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Master")
- **Público-alvo:** Investidores qualificados
- **Status:** Fechado para aplicações
- **Carência para resgate:** 12 meses de carência ou taxa de liquidez de 3% para resgates dentro deste período*
- **Cota de Resgate:** D+12 (corridos)*
- **Pagamento do Resgate:** D+2 (úteis) da conversão da cota*
- **Tributação aplicável:** Renda variável
- **Classificação Anbima:** Ações Livre
- **Taxa de administração:** 1,90% ao ano no Fundo + 0,10% ao ano no Fundo Master
- **Taxa de Performance:** 15% do que exceder IPCA + IMAB*
- **Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses:** R\$ 5.838,2 milhões.

(*) Veja descrição detalhada no regulamento.

Para mais informações sobre a Dynamo, sobre o Dynamo Cougar ou para comparar a performance do Fundo com diversos índices, em períodos específicos, 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 Dynamo Cougar ou de qualquer outro fundo, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões e podem mudar a qualquer momento, sem necessidade de aviso. As informações contidas neste documento são, no melhor entendimento da Dynamo, materialmente precisas. Não obstante, a Dynamo não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada é líquida das taxas de administração e performance, mas não é líquida de impostos, ajuste de performance e taxa de saída, caso aplicáveis. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. O regulamento do Dynamo Cougar está disponível na página da Dynamo na rede mundial de computadores em www.dynamo.com.br. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Contato: dynamo@dynamo.com.br