

Carta *Dynamo* 50

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 2º TRIMESTRE DE 2006

www.dynamo.com.br

Respeitável Público! (parte 2)

Na Carta do trimestre anterior, descrevemos as principais motivações que levam as empresas a tornarem-se públicas. Vimos também que neste ciclo de ofertas o bom desempenho de mercado tem sido um importante estímulo para esta decisão. Nosso intuito, nesta seqüência, é examinar dois outros aspectos relacionados ao tema: i) os padrões característicos dos ciclos de IPOs em outros países e sua relação com o caso brasileiro; ii) a mecânica interna dos processos das operações e a situação competitiva da Dynamo neste contexto.

Padrões

Vimos, na Carta anterior, que há muitas evidências documentadas do fenômeno dos chamados mercados aquecidos em IPOs (*hot issues markets*). As ofertas iniciais de ações costumam surgir em ciclos, onde os empresários procuram aproveitar janelas de oportunidade do mercado para venderem suas empresas. Além desta característica, há dois outros padrões empíricos que caracterizam os ciclos de IPOs, conhecidos como *underpricing* do primeiro dia e *underperformance* de longo prazo. Os IPOs tendem a subir no primeiro dia de negociação¹ e tendem a apresentar um desempenho inferior ao do mercado medido num período maior, de cinco anos, tipicamente².

Há diversas explicações, não mutuamente excludentes, para o fenômeno do *underpricing*, sendo as mais comuns:

- i) a assimetria de informações entre emissores e compradores que obriga os primeiros a 'deixar algum dinheiro na mesa'. Os emissores admitem vender abaixo do valor que consideram justo, dada a situação de inferioridade de conhecimento dos compradores sobre a qualidade do

ativo, o que faz com que estes exijam um desconto na compra;

- ii) a assimetria de informações entre os próprios compradores, onde os menos informados sabem que costumam levar um montante maior de ações nas operações menos demandadas. Por isso, estes investidores deverão submeter suas ordens de compra com um desconto maior. Esta explicação é conhecida como *winners' curse*;
- iii) o efeito sinalização, onde a companhia 'deixa um gosto bom' nos investidores, possivelmente quando os *insiders* preparam uma venda adicional na frente;
- iv) o fenômeno da 'cascata de informação', onde os compradores observam os movimentos entre si. Se ninguém toma a iniciativa de comprar, a operação pode não sair. Para tanto, os emissores admitem um preço menor na largada para estimular as primeiras decisões de compra;
- v) nos mercados mais regulados, o *underpricing* pode funcionar também como um redutor do apetite de futuros processos legais por parte de investidores que eventualmente possam se sentir prejudicados.

O fenômeno de *underperformance* de longo prazo é mais observado nas empresas que tornaram-se públicas no pico do ciclo de IPOs e também em empresas de menor porte/menos idade. De fato, evidências do mercado americano mostram que as companhias mais estabelecidas que vieram a mercado fora do período de maior volume de IPOs não apresentam performance inferior ao mercado no longo prazo³. As principais explicações para a *underperformance* de longo prazo dos IPOs são as seguintes:

- i) hipótese de divergência de opiniões. Um resultado teórico muito interessante prevê que os inves-

Nosso Desempenho

Neste segundo trimestre, o Dynamo Cougar apresentou um rendimento negativo de 4,2%, o Ibovespa caiu 3,0% e o IBX 2,8%. No semestre, o Fundo acumula um ganho de 9,6% contra 9,5% do Ibovespa e 10,50% do IBX. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar gerou um retorno de 22,5%^{aa} em dólar e 20,2%^{aa} em IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa apreciou-se 10,9%^{aa} em dólar e 8,9% sobre o IGP-M, o IBX 15,3%^{aa} e 13,1%^{aa}, respectivamente sobre os mesmos índices.

As incertezas sobre a dimensão do aperto monetário do banco central americano trouxeram grande volatilidade aos mercados emergentes, notadamente a partir do mês de maio. Após um prolongado período de entrada líquida de recursos, vários veículos de investimentos nacionais e estrangeiros que investem em ações no Brasil sofreram resgates expressivos. A Bovespa chegou a ceder mais de 20% sobre o pico de cerca de 42 mil pontos atingido no início de maio. A despeito de sua velocidade e magnitude, nossa leitura até agora é a de que esta queda traduz um ajuste de fluxos financeiros sem implicar necessariamente uma deterioração do ambiente de negócios corporativos. Embora a taxa de câmbio tenha sofrido algum *overshooting*, em parte influenciada pelo *stress* episódico no mercado de juros – principalmente na parte longa da curva dos títulos do governo atrelados ao IPCA, onde investidores estrangeiros tiveram dificuldades de liquidar suas posições e foram buscar *hedge* no mercado de câmbio –, o sismógrafo do risco Brasil, após um rápido soluço, seguiu relativamente bem-comportado.

Aproveitamos este momento de ajuste de mercado para aumentar nossa exposição nas principais posições do Fundo, principalmente em Itaúsa, uma das ações

(1) Este é um fenômeno encontrado em praticamente todos os mercados. Ritter (1998) coleta evidências de *underpricing* em 33 países, com retornos do primeiro dia variando de 6,5% a 80% na média por país. Nos Estados Unidos, numa amostra de 13,3 mil companhias que foram a público entre 1960 e 1996, o retorno médio ponderado do primeiro dia de negociação foi de 15,8%. Como de costume, as referências completas podem ser encontradas no site da Dynamo.

(2) Ritter (1998) mostra ainda que a performance de um conjunto de IPOs nos EUA no período de 1970-1993, medida a partir do fechamento do primeiro dia de negociação durante o período de cinco anos subsequentes ao IPO, foi 5,2%^{aa} inferior à performance das empresas escolhidas como grupo de referência.

(3) Por exemplo, Fileds (1995), Ritter (1998) e Miller (2000).

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 resente 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.

fidores mais otimistas são os que determinam o preço nos IPOs, inclusive pela ausência de possibilidade de estratégias de *short* no primeiro momento⁴. Além disso, o modelo prevê também que quanto maior a divergência de opiniões entre os compradores, maior tenderá a ser o preço do IPO. Ao longo do tempo, quando mais informações se tornam disponíveis, as divergências entre otimistas e pessimistas tendem a diminuir e o preço da ação tende a cair;

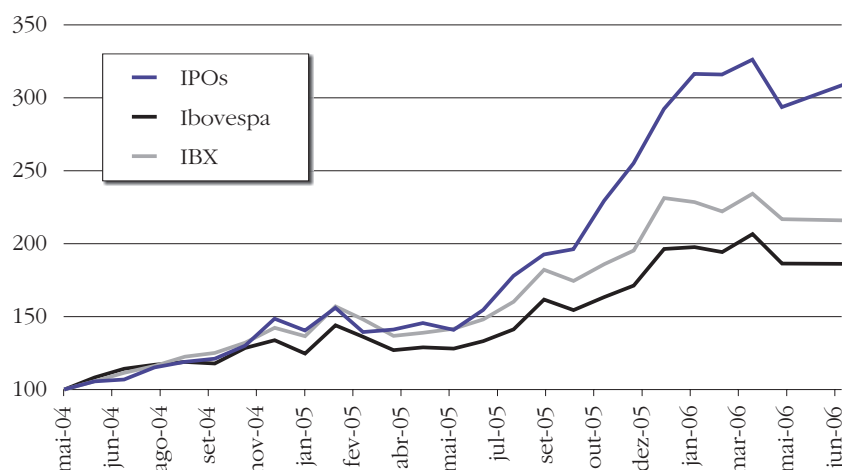
- ii) a visão do IPO como um 'evento', onde os bancos envolvem a operação num ambiente de novidade (*fads*), concentrando o esforço de vendas e criando um aparente excesso de demanda a fim de promover a operação⁵. Esta hipótese admite que as empresas com maiores retornos iniciais tendem a ter piores retornos subsequentes. Uma pesquisa com investidores individuais em IPOs nos EUA concluiu que cerca de 26% dos compradores não fez nenhum tipo de análise sobre o preço das empresas e seu valor fundamentalista (cfr. Ritter 1998). De fato, temos verificado o efeito deste fenômeno em nosso mercado materializado na presença de novos investidores externos que olham quase que exclusivamente para os IPOs e na prática desconhecem as empresas tradicionais. Outro sintoma desta certa distração provocada pelo ambiente sedutor dos IPOs é o fato de que os investidores não têm questionado a quase onipresença nos estatutos das novas companhias de dispositivos que tornam muito remotas as eventuais trocas de controle. E este tem sido um padrão comum aos ciclos de IPOs em outros países. Esta evidência parece contraditória

Nosso Desempenho

de nossa carteira que mais sofreu no período. Os bancos, de uma maneira geral, foram muito penalizados na recente queda da Bovespa, a despeito dos fundamentos permanecerem intactos. Neste caso, cogitamos que este movimento esteja ligado ao fato de que os bancos são, entre as ações mais líquidas da Bolsa, aquelas que em tese mais refletem os riscos locais, já que na hierarquia dos índices, tanto Petrobrás quanto Vale do Rio Doce têm seus fundamentos de longo prazo mais afetados pela expectativa de preço das commodities.

Ao aumentar a participação do Fundo em nossas principais posições, reduzimos o nível de caixa, além de seguirmos diminuindo e, em alguns casos, até zerando, algumas posições intermediárias. Com isso, ao final do semestre, as cinco e dez maiores posições do Fundo atingem 65% e 85% da carteira, respectivamente, resultando numa concentração acima das nossas médias históricas. Como corolário natural da maior concentração da carteira em ações de maior liquidez, a volatilidade das cotas do Dynamo Cougar tem aumentado. Não antecipamos mudanças nessa situação até, pelo menos, o final deste ano.

Gráfico 1 – Índice IPO's x Ibovespa x IBX (base 100 mai/2004)



Fonte: Economática e Dynamo

- com a observação de que as tentativas de inclusão de provisões *anti-takeovers* nas empresas já estabelecidas vêm sendo rechaçadas com profundidade por acionistas cada vez mais diligentes. Fica aqui o registro da intenção de explorar esta curiosidade com mais profundidade numa próxima Carta;
- iii) a própria idéia da 'janela de oportunidade' onde os grandes volumes de IPOs concentrados indicam uma tendência dos emissores em 'acertar' o melhor momento de mercado. Como vimos, testes empíricos mostram que a performance de longo prazo das empresas que vieram a público no pico do ciclo de IPOs é inferior.

tando performance bastante superior aos demais indicadores de mercado (gráfico 1).

Até agora, temos uma amostra predominante de empresas maduras, de boa qualidade e com estatutos diferenciados. Tais credenciais sugerem, ao menos neste importante aspecto, que o nosso ciclo de IPOs pode vir a apresentar um padrão de comportamento diferente da maioria das evidências externas. Naturalmente, a confirmação desta tendência dependerá também da qualidade das próximas operações.

Processos

Além das motivações que levam as empresas a tornarem-se públicas, um outro elemento importante a se analisar no fenômeno dos IPOs é a dinâmica do curso das ofertas. As operações são sempre intermediadas por instituições financeiras (os bancos, ou *underwriters*) que são os responsáveis pela interface entre vendedores e compradores. Os bancos estão no meio da *front* e pretendem atender os interesses conflitantes de duas classes de clientes: vendedores e compradores. A situação exige um delicado equilíbrio, pois a percepção dos agentes de algum desvio de conduta do intermediário que produza prejuízos para qualquer dos lados pode comprometer toda a carteira futura de operações.

O modelo de negócios vencedor nas ofertas públicas de ações tem sido o processo conhecido por *bookbuilding* (coleta de intenções de investimento). A partir de um intervalo de preço sugerido, os bancos vão coletando a sensibilidade das demandas dos investidores até chegarem num preço de corte que atenda da melhor forma possível ambas as partes. Potenciais compradores são estimulados a revelar seus preços o quanto antes, a partir dos quais os *bookrunners* vão alimentando de informações os demais investidores e construindo assim o livro de ofertas. Neste nosso ciclo, as emissões foram separadas conforme o público-alvo em duas tranches denominadas "oferta de varejo" e "oferta institucional", re-

Este ciclo de ofertas que estamos vivendo, pela situação de liquidez do mercado associada ao volume expressivo de recursos secundários captados, sugere uma convergência com o padrão de flutuações dos IPOs em outros países onde o otimismo dos investidores alimenta e estimula a oportunidade das empresas de vir a público.

Outra característica típica dos IPOs, o *underpricing*, também se apresenta por aqui. Até o presente, o retorno do primeiro dia de negociação dos nossos IPOs ponderado pelos respectivos volumes das ofertas foi de 10,0%, sendo que em apenas uma das trinta operações analisadas o preço de fechamento do primeiro dia de pregão ficou abaixo do preço de distribuição. Numa série histórica mais longa do mercado americano, verifica-se uma interessante correlação entre retornos positivos do primeiro dia e volumes dos IPOs subsequentes, sugerindo que as empresas seguem vendendo ações ao público enquanto as ofertas anteriores se mostram viáveis. Daí que os pedidos de registro de novas ofertas continuem a chegar na CVM.

Quanto ao fenômeno da *underperformance* de longo prazo, ainda é muito cedo para qualquer análise sobre este nosso ciclo, embora o "nosso índice de IPOs" (descrito na Carta anterior) siga apresen-

(4) Este resultado foi proposto num artigo seminal de Miller (1977) e talvez seja pouco conhecido por assumir a hipótese mais realista, mas incompatível com o modelo CAPM, de expectativas não-homôgeneas. Ver também Miller (2000) e Boehme, Danielsen e Sorescu (2002).

(5) Não é à toa que o processo de venda da companhia junto aos investidores institucionais denomina-se *roadshow*.

servando-se um limite, em geral de 10%, para a parcela do varejo, a fim de estimular a participação de pequenos investidores.

Quando a demanda excede a oferta, a alocação entre os investidores se dá por rateio, onde as participações são determinadas de forma discricionária pelo banco coordenador da operação. Neste caso, diz-se que houve um *overbooking*. Naturalmente, quanto maior for o excesso de demanda, maior será o corte para cada investidor. É interessante observar que aquele mecanismo de *feed-back* de indicações de preços associado à ‘cascata informacional’ produz uma sensação de escassez relativa, muitas vezes inflando a demanda, cuja curva chega a se inverter, tomando-se positivamente inclinada. Ou seja, os investidores, sendo informados sobre um provável tamanho de *overbooking*, já incorporam em suas intenções de ofertas um determinado valor de rateio, a fim de ter atendidas suas demandas “reais”.

Em tese, é possível que o intervalo de preço sugerido sofra alterações ao longo do período de vendas a fim de se ajustar à sensibilidade da demanda. Neste nosso ciclo de IPOs, este expediente foi muito pouco utilizado. Na maioria dos casos, os preços de distribuição ficaram dentro do intervalo inicial sugerido. Em algumas exceções, o preço acima do intervalo foi divulgado apenas momentos antes da fixação do preço final. Em apenas dois casos, o preço de distribuição situou-se abaixo do intervalo inicialmente proposto⁶.

O mecanismo de *bookbuilding* admite ainda a figura do *green shoe*, que é a possibilidade de venda de um lote suplementar de ações pelo intermediário financeiro⁷. Quando o preço de mercado cai abaixo do preço de distribuição, o banco coordenador pode recomprar no mercado a quantidade de ações equivalentes ao volume vendido no *green shoe*, funcionando como um colchão de estabilização de preços. Quando o preço não cai, o banco exerce a opção de compra do lote adicional de ações (já vendidas) da própria empresa ou do acionista vendedor.

Há uma vasta literatura sobre teorias de leilões que tentam explicar as razões pelo sucesso deste mecanismo dominante, que praticamente eliminou os demais procedimentos⁸. Uma delas observa que a cobertura dos analistas costuma ser mais abrangente nos *bookbuildings* e que os emissores

estariam dispostos a arcar com um custo maior neste procedimento – comparado ao leilão tradicional – para poder ‘comprar’ mais análise⁹. Uma outra linha de argumentação reforça o fato de que o método de *bookbuilding*, conforme pudemos perceber acima, confere aos bancos maior poder discricionário, permitindo margem para cultivar e estimular comportamentos de reciprocidade junto aos investidores. Ou seja, aqueles que revelam seus preços na frente e/ou são freqüentes compradores nas ofertas, costumam ser agraciados com quinhões maiores¹⁰. Neste caso, alguns abusos poderiam ocorrer, e o contraponto para este alto poder discricionário dos bancos no processo de confecção dos livros (escolha dos clientes e de suas respectivas alocações) seria a preocupação com sua reputação, ativo fundamental para assegurar participação em operações futuras.

Neste momento, já podemos perceber que este é um mercado no qual a Dynamo não apresenta vantagens competitivas frente a outros investidores. Vejamos com mais detalhes. Primeiramente, a decisão de investir num IPO exige celeridade. Em geral,

geográficos extensos¹¹. Neste caso, é comum estes investidores ficarem reféns daqueles ativos que eles já tiveram oportunidade de olhar – provavelmente, as empresas da fase inicial do ciclo. Isto pode explicar o fato de que o intervalo entre os *valuations* dos IPOs recém-listados comparados ao das empresas do Ibovespa ou de outras boas empresas não recém-listadas está aumentando, sem uma explicação fundamentalista razoável, já que os resultados operacionais dos IPOs têm estado, em média, razoavelmente em linha com as projeções dos relatórios iniciais dos bancos coordenadores¹².

Se os fundamentos não conseguem responder, a análise dos comportamentos parece prover algumas pistas, neste caso. Com a grande liquidez externa, quando gestores de grandes fundos recebem novas aplicações, em geral, procuram alocar os recursos adicionais em empresas que já conhecem, assumindo três comportamentos bem previstos, conforme tivemos oportunidade de descrever nas Cartas anteriores sobre *behavior finance*: abrigar-se na ‘segurança’ do já conhecido (manutenção do *statu quo*), abraçar as informações mais disponíveis (viés de disponibilidade) e evitar o custo adicional de análise, cujo retorno é indeterminado (*sunk-cost*).

Além disso, como vimos, a mecânica processual dos IPOs estimula e premia uma revelação precoce sobre a avaliação da empresa e tende a favorecer os investidores mais assíduos nos eventos. Como estes critérios geralmente prevalecem, ficamos, então, em dupla desvantagem. Por outro lado, alguns bancos conseguem enxergar-nos não apenas pelo potencial de corretagem que eventualmente podemos gerar, mas pela reputação de investidores de longo prazo, o que tem algum valor na formação de seus livros, movimento este muitas vezes recomendado pelas próprias companhias.

Finalmente, a mecânica da oferta favorece ainda um viés otimista da determinação dos preços das operações, pois neste primeiro momento os investidores não conseguem alugar ações para vender. Na presença de restrições para posições vendidas (*short*), os mais otimistas acabam determinando os preços. É difícil para os *value-investors* que costumam exigir alguma margem de segurança em seus investimentos participarem de forma competitiva deste mercado. Segue-se que este tipo de investidor venha aparecendo pouco nas listas de acionistas dos IPOs.

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até junho de 2006

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	365,12%	253,42%	152,91%
36 meses	202,32%	223,01%	182,47%
24 meses	92,44%	105,96%	75,36%
12 meses	48,73%	52,35%	45,60%
3 meses	-4,24%	-2,80%	-3,04%
Valor da cota em 30/06/2006 = R\$ 117,7580017			

muito pouco se conhece sobre as empresas antes de se tomarem públicas. O intervalo de tempo entre o momento em que as informações são disponibilizadas até o dia do *pricing* costuma ser de 21 dias corridos em média, quase sempre um período muito curto para criarmos, sobre a companhia, um grau de inteligência que consideramos prudente. Além disso, neste ciclo, várias empresas têm sido as primeiras em seus setores a tornarem-se públicas, o que exige esforço de pesquisa e tempo de análise ainda maiores. Por fim, com a aceleração do número de IPOs, o intervalo entre as ofertas tem caído, proporcionalmente à qualidade da análise dos bancos coordenadores das operações. Isto também tem contribuído para gerar uma dificuldade adicional para os investidores, principalmente os estrangeiros com mandatos

(6) Foram eles: Localiza e MMX. Esta última operação, muito recente, não consta na tabela de dados da Carta anterior.

(7) O nome tem origem na Green Shoe Company, a primeira companhia que utilizou este mecanismo.

(8) Por exemplo, Jagannathan e Sherman (2006), Wilhelm (2005), Sherman (2005), Kutsuna e Smith (2004).

(9) Esta explicação é compatível com a visão do IPO como um ‘evento’, mencionada acima, onde a extensão da cobertura de análise funciona como um canal de divulgação mercadológica. Degeorge, Derrien e Womark (2005) relatam a presença de conflitos de interesses, já que os analistas dos bancos coordenadores costumam emitir relatórios mais favoráveis do que o mercado no *aftermarket* das empresas que eles levaram a público. Descrevem também que analistas tendem a recomendar compra de IPOs de outras casas, quando eles estão prestes a levar uma nova empresa a público.

(10) Rocholl (2004) sugere que investidores institucionais costumam ‘garantir’ algumas operações pouco demandadas colocando ofertas no final do período, recebendo como *contra-partida* alocações mais generosas nos melhores deals. Barton Biggs, em seu recente livro (2006), descreve este comportamento típico de alguns grandes investidores com a seguinte passagem: “Ele negociava intensamente, o que gerava muitas comissões para os corretores que, por sua vez, davam-lhe grandes alocações nos hot IPOs”.

(11) Pelas nossas estimativas, os investidores estrangeiros foram responsáveis pela compra de 64% do volume total dos IPOs.

(12) Exceção para a Grendene, como surpresa negativa.

Após um longo período de hibernação, este ciclo de IPOs é uma novidade muito bem-vinda em nosso mercado de capitais. De uma maneira geral, trouxe a público companhias de ótima qualidade, maduras, financeiramente sólidas, com estatutos modernos e boas perspectivas de crescimento.

Nossa dificuldade até o presente tem sido a de compreender o descolamento dos *valuations* destas empresas em relação a outras já existentes, cujos espectros de qualidades, na nossa opinião, não divergem significativamente. Se por um lado, aquelas merecem um prêmio por estarem listadas sob as regras do Novo Mercado, estas devem fazer jus a um desconto menor, pela segurança de um histórico de desempenho conhecido e de virtudes comprovadas. Nosso ponto é que numa avaliação relativa de risco/

retorno, o *spread* entre estes dois grupos de companhias parece ter aberto demais.

Diante de fenômenos que não conseguimos compreender na totalidade, nosso reflexo é o de aprofundar a análise, testar e re-testar nossas teses, além de redobrar o esforço de adaptação, dentro dos limites do nosso genótipo. Resultante deste trabalho, é o fato de termos hoje três posições em IPOs que somam cerca de 10% da carteira. Ainda assim, uma parte destes investimentos foi viabilizada aproveitando o ajuste recente do mercado, a partir de um maior conhecimento que conseguimos adquirir sobre estas companhias na convivência pós-abertura de capital. Por outro lado, nas intenções das empresas, no comportamento dos investidores e nas engrenagens das ofertas, identificamos algumas substâncias estranhas presentes neste ciclo de IPOs, que merecem monito-

ramento e seletividade, mas que têm passado incólume no ambiente geral de bem-estar promovido pelos resultados bastante saudáveis até o momento.

Se o otimismo geral prevalecer, e o crescimento vir a galope como se projeta, nossa análise terá se mostrado cautelosa em excesso e, muito provavelmente, nosso desempenho não acompanhará, num primeiro momento, as carteiras mais agressivas. Por outro lado, se isto acontecer, temos convicção de que as empresas do Fundo, com os atributos já conhecidos e comprovados, certamente serão beneficiadas pelas mesmas oportunidades e, desta forma, estaremos, a médio prazo, numa situação bastante interessante também.

Rio de Janeiro, 27 de julho de 2006.

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
1º Trim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2º Trim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3º Trim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4º Trim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1º Trim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2º Trim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3º Trim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4º Trim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1º Trim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2º Trim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3º Trim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4º Trim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1º Trim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2º Trim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3º Trim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4º Trim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1º Trim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2º Trim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 411.125.465,53

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa 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