

## O Crédito do Cartão II

Na Carta anterior, descrevemos a arquitetura do negócio de cartões no Brasil, com ênfase no papel das credenciadoras. A partir daí, situamos o contexto das mudanças regulatórias sugeridas pelo Bacen, contrapondo nossa análise destas transformações vis à vis as opiniões dominantes do mercado.

Nesta Carta, continuamos a descrição do nosso investimento em Cielo e Redecard tratando da questão dos conflitos de interesses na indústria e analisando os impactos destas atualizações regulatórias sobre o ambiente competitivo das credenciadoras. Aproveitando o caso, finalizamos com algumas notas sobre *contrarianism* em investimentos.

### Conflitos

---

Um tema que sempre nos preocupou como investidor nas companhias credenciadoras foi a questão dos conflitos, derivada do duplo papel que os bancos desempenham na engrenagem do negócio de cartões no Brasil: atuam como emissores e como acionistas/parceiros comerciais das companhias adquirentes. Como vimos na Carta anterior, o negócio de aquisição se relaciona e, às vezes até, se confunde com a atividade bancária, exigindo elevado grau de coordenação nas decisões estratégicas entre companhias controladas e controladores.

Lembrando: no negócio de cartões, a taxa de intercâmbio é uma tarifa que o emissor recebe do credenciador. No Brasil, os bancos emissores são acionistas das companhias credenciadoras, nas duas plataformas dominantes. Em tese, há espaço para movimentar o pêndulo da taxa de intercâmbio em favor do emissor sem aumentar o custo total do sistema, ou seja, sem onerar varejistas, nem proprietários de cartão. A princípio, haveria espaço para transferência de valor na cadeia para o banco emissor, em detrimento da companhia adquirente.

O adiantamento dos recebíveis dos estabelecimentos comerciais é outra área de interesse comum entre emissores e credenciadores. Acontece que o desconto de recebíveis caracteriza-se como uma atividade tipicamente bancária. Ganhou espaço na receita das adquirentes – mais na Redecard do que na Cielo – por uma falta de foco/interesse dos bancos e por uma leve vantagem competitiva de natureza fiscal. A princípio, nada impede que os bancos decidam retomar *market share* nesta linha de negócios.

Outro ponto importante de convergência de interesses consiste na própria tarefa de afiliação dos estabelecimentos comerciais. A atividade de credenciamento, o esforço comercial da captura de um novo cliente, na maioria das vezes exercida pelo próprio banco, constitui a essência do negócio da credenciadora. Qual o limite de preços que os bancos poderiam cobrar por este serviço? Nem Cielo nem Redecard possuem contratos de longo prazo estabelecendo direitos e obrigações de cada contraparte em relação ao serviço de afiliação. Trata-se de um risco, um flanco potencialmente aberto para as adquirentes.

Os bancos acionistas da Redecard e Cielo tratam de contrapor esta percepção de risco de conflito para os minoritários com o argumento do risco de imagem para os controladores. As duas companhias tornaram-se públicas já sob esta configuração de relacionamentos com os seus respectivos acionistas. A esta altura não seria justo mexer neste *status quo*. Argumentam que os bancos têm uma reputação de boa governança cultivada ao longo dos anos com o mercado de capitais e isto estaria acima de qualquer interesse tático ou oportunista. Lembram ainda que adquirentes e bancos emissores possuem bases de acionistas minoritários parecidas, sendo assim, até sob este aspecto mais prosaico, não faz qualquer sentido prático tomar partido de um dos lados.

Não obstante o discurso eufônico, no episódio de fechamento de capital da Redecard, o Itaú-Unibanco andou destoando. Naquele momento, o banco expôs de forma proposital o potencial conflito entre as companhias, usando taticamente o desconforto provocado nos acionistas minoritários da Redecard para levar adiante uma transação que fazia muito sentido econômico e estratégico para seus próprios acionistas.

### Competição

---

De forma análoga à questão regulatória, onde o mercado enxergava que a indústria sofreria intervenções bastante mais incisivas do que nós imaginávamos, os analistas de uma maneira geral estimavam repercussões severas na competição no negócio de cartão, a partir do fim da exclusividade. Neste aspecto da competição, concordávamos com o mercado em relação ao gênero das análises. Nossa diferença era uma questão de grau.

Enquanto os investidores enxergavam quedas substanciais e rápidas de margens e retornos, nós acreditávamos que os ajustes se dariam de forma mais lenta e não tão acintosa. Alguns elementos nos levavam a pensar desta forma.

Como vimos, o segmento de aquisição está intimamente conectado ao negócio bancário e, como tal, deveria de certa forma espelhar o padrão de competição entre os bancos no Brasil. Sabemos que o setor bancário no país é bastante concentrado, contando com cinco grandes bancos comerciais, de porte nacional (Banco de Brasil, CEF, Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander), e mais alguns poucos de porte médio e/ou regionais (HSBC, Citibank, Banrisul, entre outros).

Participar do negócio de aquisição no Brasil com alguma escala requer parceria com algum desses players. Considerando que Banco do Brasil, Bradesco e Itaú-Unibanco já estão comprometidos com as incumbentes, que CEF e HSBC renegociaram as bases de seus contratos de longo prazo com Redecard e Cielo, sinalizando que estariam satisfeitos com suas respectivas parcerias, sobram na prática o Santander e alguns bancos regionais.

Essa configuração muito particular do mercado bancário no Brasil - poucos players, dimensão nacional e verticalização - tornam precárias as analogias com outros mercados. A experiência regulatória de promoção da competição no mercado de aquisição em outros países se deu num ambiente competitivo bastante diverso ao nosso. Em mercados mais fragmentados, a distância e a vantagem das incumbentes no momento da abertura eram bem menores, facilitando a vida dos novos entrantes. Na nossa visão, esta topologia diferenciada do nosso setor bancário conferia maior resiliência às incumbentes.

Os analistas apostavam muitas fichas na agressividade comercial do Santander. Quando este anunciou a parceria com a Getnet, importante processador de cartões do sul do país, as ações de Redecard e Cielo sofreram por conta. Projeções davam o benefício da dúvida, estimando para o Santander 10-15% de participação de mercado em pouco tempo. Nosso reflexo foi o de achar que a posição competitiva das incumbentes era mais sólida do que o mercado supunha. A parceria com os bancos associados, a confiabilidade e segurança de suas redes, o alto custo para o lojista de eventualmente trocar uma relação bancária com diversos tipos de relacionamento contratados – desconto de recebíveis, linhas de crédito, tarifas diferenciadas, cheque especial, etc. – impunha consideráveis desafios aos novos entrantes. Acreditávamos em alguma perda de participação dos incumbentes, principalmente em nichos de mercado, onde players especializados poderiam montar suas plataformas. Mas não acreditávamos que novos entrantes competiriam de igual para igual em cadeia nacional.

De fato, até agora, foi o que ocorreu na prática. O próprio Santander logo de início deixou claro que gostaria

de participar do pool de lucros parrudos da indústria e não entregá-los aos lojistas numa guerra desenfreada de descontos. Ao contrário, preferiu alavancar os resultados da aquisição oferecendo incentivos no pacote 'conta integrada'. Mesmo assim, não têm sido poucas as dificuldades do banco de atingir as metas de afiliação projetadas inicialmente.

Outro flanco potencial de competição viria dos prestadores de serviço de rede, como processadores, ou mesmo as grandes cadeias varejistas, que poderiam se seduzir pelos elevados retornos da atividade da afiliação. Aqui também concluímos que a decisão de investir do zero numa rede de aquisição envolvia riscos não-triviais para esses players. Falamos com muitos dos grandes varejistas do Brasil e o *feedback* era sempre o mesmo: este não era o foco de seus negócios, a tarefa envolvia investimentos físicos, riscos de execução e expertise nada desprezíveis. Melhor assegurar um bom contrato comercial com uma das duas grandes redes. Quanto aos processadores, estes esbarravam no relacionamento com o banco parceiro. Embora, a princípio, não tivessem problemas de vencer as barreiras do desenvolvimento tecnológico, dos sistemas de TI típicos das atividades de credenciamento, faltava-lhes a parceria comercial com o banco de grande porte. Sendo assim, aqui também, o desafio de estabelecer uma rede nacional era imenso.

Uma questão conceitual muito discutida na época seria a possibilidade de rápido ganho de *market share* pelo novo entrante que adotasse uma estratégia comercial agressiva junto às grandes cadeias de varejo. Tomando as contas dos grandes lojistas, estes novos agentes teriam fôlego financeiro e escala suficientes para fazer frente às elevadas necessidades de investimento na construção de suas redes. Este argumento permeava várias análises, subsidiando as projeções de rápida penetração dos novos entrantes. Acontece que os preços praticados pelas incumbentes junto às grandes cadeias já eram bastante competitivos. Uma estratégia comercial exclusivamente focada nas grandes contas provavelmente não se mostraria sustentável. No momento em que ainda estruturávamos nosso entendimento sobre o assunto, tomamos emprestados alguns *insights* do estudo de topologia de rede, tema que comentamos na Carta Dynamo 63 (fev/2010) e lá dizíamos:

*“Há uma percepção generalizada no mercado hoje de que as empresas que fazem captura de transações em cartões de crédito e débito, as chamadas ‘adquirentes’ ou ‘credenciadoras’, neste caso Cielo e Redecard, deverão apresentar quedas importantes em seus resultados nos próximos anos. Uma das razões para tamanha apreensão é a possibilidade de entrada de novos players, permitida a partir da iniciativa regulatória que impôs o fim da exclusividade de relação com as bandeiras e a conseqüente obrigação de interoperabilidade das ‘maquininhas’. Os analistas prevêem que os novos entrantes deverão atacar*

os grandes varejistas num primeiro momento, como forma de ganhar volume (escala) e assim viabilizar o custo de investimento inicial de suas redes. Além disso, ao tirar estes clientes importantes (hubs) das companhias líderes estariam impondo duras baixas às redes das incumbentes. Acontece que, neste caso, tudo indica que a contribuição econômica destes grandes clientes não é proporcional ao volume que eles geram de transações. Nas redes estabelecidas, tanto da Cielo quanto da Redecard, a rentabilidade parece vir dos clientes pequenos, do pequeno varejista. O hub comercial não é um hub econômico. É lógico que preservar este cliente grande seria importante para as incumbentes, como forma de gerar volume e manter seus custos por transação extremamente competitivos. Mas não seria fundamental para a rentabilidade final do negócio. Além disso, como os preços junto a estes grandes clientes já são reduzidos, o novo entrante teria dificuldade de rentabilizar seu investimento inicial a partir desta estratégia de ataque aos hubs comerciais. Nossa análise neste segmento ainda é incipiente e merece maior investigação, mas a lição até agora indica que as redes de aquisição no Brasil parecem apresentar modelos de negócios mais robustos, onde ataques direcionados aos hubs comerciais, em tese mais expostos à competição, não produziram grandes estragos na sustentabilidade do negócio. Por outro lado, grande parte da rentabilidade destas companhias viria do cliente capilar, mais ‘escondido’ na rede e dificilmente atingido em escala suficiente pela iniciativa de um novo entrante”.

De fato, alguns meses depois destes comentários, a fim de testar nossas premissas e subsidiar nosso processo de análise, contratamos com empresa especializada nossa própria pesquisa de campo junto ao varejo. Através de uma amostra pré-selecionada de 250 lojistas, entrevistados periodicamente, monitoramos em primeira mão as ações comerciais das adquirentes, bem como as reações negociais dos estabelecimentos de menor porte. Como um *leading indicator* de fonte primária, tal ferramenta de pesquisa ajudou-nos nos momentos de baixa visibilidade, fornecendo informações em tempo real do front de batalha.

Em relação à competição entre as principais incumbentes, Redecard e Cielo, também guardávamos uma visão mais benigna do que o mercado em geral, que acreditava numa disputa acirrada pela preferência dos estabelecimentos comerciais. A manutenção do *status quo* de certa forma interessava às duas companhias. Nossa premissa básica era que alguma competição haveria, alguns novos entrantes ganhariam *market share*, as receitas com aluguéis de POS naturalmente cairiam, assim como as taxas médias de desconto (MDR). Mas o mercado continuaria crescendo dois dígitos por algum tempo e isso ajudaria a reduzir os impactos negativos da competição nos resultados da Redecard e da Cielo. Mesmo com o crescimento vertiginoso da utilização de cartões na última década, a penetração do uso de cartões no consumo das unidades familiares no Brasil ainda encontrava-se em níveis bem inferiores

aos padrões internacionais. Naquela altura, o *profit pool* destas duas companhias era de cerca de R\$ 3 bilhões, importante até mesmo dentro do resultado dos bancos acionistas. Iniciar um movimento agressivo de descontos, no final do dia, seria transferir para os lojistas parte deste resultado, algo que não fazia qualquer sentido econômico, nem encontrava precedentes no padrão de competição histórica dos bancos.

O fato é que, neste aspecto, fomos surpreendidos. O que se viu após o fim da exclusividade foi uma iniciativa de redução agressiva de preços por parte da Redecard junto aos grandes estabelecimentos. E aqui, nossa pesquisa de campo não pode nos ajudar, pois estava voltada para o pequeno estabelecimento. Até hoje não conseguimos compreender por completo as razões para esta iniciativa, que acabou machucando as margens de ambas, já que a Cielo foi obrigada a acompanhar parte do movimento, a fim de preservar sua participação de mercado. Com isso, as ações das duas companhias cederam mais ainda. O efeito auto-alimentou o viés negativo dos analistas, que viram no episódio a confirmação de suas hipóteses pessimistas. Para nós foi um momento difícil em que vimos testadas nossas teses.

Voltamos a sentir na pele aquilo que já sabíamos por vivência anterior: *contarian investing* é uma proposição muito mais difícil de experimentar do que de enunciar. Lembra a experiência daquelas competições mais longas. Sedutora no conceito, na expectativa antes da partida, irresistível como narrativa, depois de terminada. Mas o durante..., um longo sofrimento na execução. Vento contra, pista molhada, testando a cada jarda a determinação do desafiante. Ir contra a correnteza, por si só, sugere uma decisão penosa. Continuar enfrentando a torrente depois de arrastado, mais afastado do ponto de partida, multiplica o desconforto.

Abríamos os jornais e lá estava invariavelmente um novo entrante anunciando a intenção de montar sua rede de credenciamento. Brasília enviava recados intermitentes, ameaçando rever o *status quo* da indústria. Lojistas aumentavam o tom das reclamações, exigindo equilíbrio nas relações. Todos os dias uma análise reforçando o cenário desastroso para as incumbentes. Na matemática das ‘maquininhas’, dois menos um era menor do que um. Ou seja, os lojistas iriam suprimir o terminal POS ‘adicional’ e obter desconto no remanescente. Projeções capavam as taxas de desconto em 30%, 50 bps, em pouco tempo. O negócio de desconto de recebíveis seria logo capturado pelos bancos acionistas. Retornos da indústria convergiriam à média, rapidamente. E agora, não bastasse toda a ladainha, as incumbentes em plena agressão mútua, autofágica. Agências de notícias, broadcast, reuters, bloomberg, sell-side, sales, brokers, traders, em uníssono, lembravam a todo momento o quanto o ‘mercado’ estava certo e o quanto nós nos equivocamos sobre a velocidade da competição pós-exclusividade.

Nosso reflexo neste momento é o de redobrar o trabalho de análise. Praticamente ‘acampamos’ nas empresas, acessando executivos em diversas áreas e níveis hierárquicos. Refinamos nossa pesquisa de campo. Acionamos nossos contatos no setor, voltamos aos varejistas. Sobretudo, nesse momento delicado, mostrou-se fundamental uma característica nossa aqui na Dynamo, peculiar no universo das gestoras de recursos: a nossa cultura de decisão colegiada.

Sabemos da teoria prospectiva, um dos pilares do *behavioral finance*, que a sensação de uma perda é 2,5 vezes mais intensa do que a de um ganho. Estar errado machuca. Já foi dito, o ser humano é um complexo termostato, fisiológico e psicológico: nosso organismo é dotado de processos poderosos que atuam o tempo todo no sentido de reestabelecer o equilíbrio. Forças que nos empurram para o retorno ao estado de ‘normalidade’. Tão logo o incômodo apareça, algum mecanismo vai propor saná-lo. Nosso instinto é programado para desfazer o quanto antes a ‘posição perdedora’. No contexto das decisões financeiras, o mercado líquido oferece a cada momento esta possibilidade de zerar o desconforto e partir para outra tese.

Daí o papel do regime colegiado. No grupo, há mais espaço para os processos deliberativos emergirem, neutralizando os reflexos individuais primários. Quando o mundo parece conspirar contra convicções pessoais, o processo coletivo pode trazer serenidade e visão em perspectiva, contrapesos necessários para uma tomada de decisão mais equilibrada. Aqui, o caso das adquirentes nos parecia tão robusto que o sistema colegiado atuou como reforço coletivo, uma chancela unânime para seguirmos no caminho, a despeito de toda turbulência.

Foi neste contexto que tão logo constatamos que a iniciativa de descontos da Redecard começava a ceder nos médios e grandes varejistas, que não iria descer para os *layers* inferiores de lojistas, ficando o ataque comercial limitado no tempo e circunscrito às maiores cadeias, tivemos a frieza de aumentar ainda mais nossa posição no setor, tanto em Redecard quanto em Cielo, ainda que àquela altura o impulso natural e as recomendações do mercado indicassem o contrário. Conversas com a indústria reforçavam o *feedback* de que a Redecard estaria revendo a estratégia, diante dos resultados aquém dos esperados. A troca do management da companhia na sequência, confirmou esta leitura. Neste momento de preços depreciados, em que as ações negociavam em múltiplos de P/L em torno de 13x, aumentamos nossa exposição em Redecard (que já era maior) em 60% e quase dobramos em Cielo.

Em fevereiro de 2012, o Itaú-Unibanco anunciou uma oferta pública para aquisição das ações da Redecard ao preço de R\$ 35. Naquela altura, as ações negociavam

na casa de R\$ 28. Não podemos dizer que esperávamos pelo anúncio, mas a notícia não nos foi de todo surpreendente. Em nosso plano de voo como acionistas da Redecard pensamos seguidas vezes nesta possibilidade, principalmente quando começamos a montar nossa posição em tempos de preços depreciados. Como vimos, os negócios do Itaú-Unibanco e da Redecard estão umbilicalmente ligados, as fronteiras de conflitos potenciais são inúmeras e há um excedente de valor estratégico na Redecard, na forma de sinergias operacionais e comerciais, que apenas o banco pode capturar.

Mantidas as disposições iniciais do banco de apoiar o modelo de negócios da Redecard, a oferta pública a R\$ 35 por ação representou alguma frustração das nossas expectativas de valorização potencial da companhia no mercado de capitais. Por outro lado, até entendemos que o controlador quisesse capturar integralmente este valor estratégico, evitando o desgaste da gestão dos conflitos, que só faziam crescer, numa estrutura com duas companhias abertas. Desta forma, a convivência futura como minoritário não-mais-desejado na sociedade perde sentido.

Ainda assim, a oferta pública do banco Itaú-Unibanco confirmou nossa intuição de que a aquisição constitui um negócio valioso para os bancos. Não nos parecia razoável que o Itaú-Unibanco desembolsasse R\$ 11 bilhões em dinheiro pela Redecard e na sequência pretendesse obstruir o negócio. Como a oferta do Banco pareceu-nos crível e sem espaço para barganha, aproveitamos para vender nossas ações de Redecard acima dos R\$ 34.

De fato, este nosso reflexo inicial se revelou acertado, já que na sequência, como vimos acima, o Itaú-Unibanco nos surpreendeu optando por conduzir o processo da oferta pública da Redecard de uma maneira bastante incisiva.

Logo a seguir, o mercado nos ofereceu outra oportunidade para um movimento pouco óbvio. Estamos em setembro de 2012. Cresce a postura intervencionista do Governo e com ela a percepção de um maior risco regulatório em diversos segmentos da economia. O setor elétrico foi a vítima mais recente, objeto de uma polêmica medida provisória. O mercado passa a temer pelo setor de cartões. Nessa altura, nem mesmo se sabia qual autoridade seria responsável pela regulação da indústria de meios de pagamentos. Pela proximidade, experiência e conhecimento do setor bancário, o Banco Central surgia como principal candidato para disciplinar a atividade, embora ainda não tivesse recebido formalmente tal incumbência. Com o ímpeto de ingerência do governo em alta, tamanha indefinição trazia uma percepção negativa que a agenda regulatória pudesse ser capturada por uma atuação mais oportunista do Executivo. De fato, a imprensa veiculou

na época que o Ministério da Fazenda e o Banco Central estariam analisando medidas que reduzissem as taxas cobradas pelos cartões, a pedido da própria presidente. Neste ambiente, as ações da Cielo caem 25%.

Em contraponto, os resultados operacionais seguíam firmes, receita e lucro crescendo próximo de 30% ano sobre ano. Voltamos à Brasília, intensificamos as conversas no setor, rechemos o trabalho de análise e os dados da pesquisa de campo. A princípio, nenhuma novidade importante no front. A agenda regulatória seguia seu curso de 'normalidade', de discussão técnica com os agentes do setor. Aproveitamos para aumentar a posição, ainda que o ambiente de mercado parecesse inóspito. Logo a seguir, em março de 2013, a companhia divulga mais um excelente resultado trimestral (4T12). Os ruídos regulatórios se aquietam. O mercado volta a ganhar confiança no setor, as ações de Cielo recuperam toda a perda e hoje negociam a um P/L 2013  $\approx$  17x.

Desde o início do nosso investimento em Cielo, os lucros da companhia cresceram em cerca de 50%, nós recebemos de volta como dividendos aproximadamente 30% do nosso custo de aquisição e os múltiplos (medidos em termos de P/L) se expandiram em mais 30%, saindo de 13x para 17x. Ainda auferimos uma boa receita com o aluguel das ações, cuja taxa chegou a 20%<sup>aa</sup> no pico de pessimismo do mercado. A resultante destas forças compôs um retorno expressivo para os nossos cotistas, num período bastante difícil para o mercado de capitais no Brasil, quando o Ibovespa caiu 30%.

*Contrarianism* não é um atributo pelo qual esperamos ser reconhecidos. É apenas um estado, uma circunstância derivada de nossa condição de *value investors*. Pretendemos estar onde houver distorções interessantes de preço e valor. A favor ou contra a turba. O que nos distingue de verdade não é a fotografia da nossa posição relativa no ecossistema de investidores, mas a possibilidade de podermos assumir posições olhando um horizonte de longo prazo. E essa qualidade procede, em última instância, da paciência dos nossos cotistas.

Olhando pelo retrovisor em perspectiva, três anos após o término dos contratos de exclusividade entre credenciadores e bandeiras, não restam dúvidas de que a iniciativa regulatória surtiu efeitos, trazendo para a indústria de cartões um novo panorama competitivo. Tarifas reduziram-se (especialmente o MDR), novos competidores aparecerem (Santander, Elavon-Citi), outros preferiram aumentar sua fatia no *profit pool* da indústria através de melhores contratos (CEF, HSBC), outros ainda movimentaram-se nos bastidores (First Data, Global Payments). As companhias incumbentes, Redecard e Cielo, viram-se

obrigadas a melhorar a qualidade dos serviços existentes (POS wireless, pacotes de contratos com as telefônicas) e passaram a oferecer novos serviços (POS móvel, celular-cartão, comércio eletrônico, programas de recompensa). Seus acionistas buscaram movimentos estratégicos através de parcerias com empresas de tecnologia (Cielo) ou até preferiram o fechamento de capital (Redecard). Sem rupturas ou descontinuidades abruptas, a iniciativa regulatória inaugurou uma nova fase de dinamismo competitivo na indústria.

Nosso investimento no segmento de aquisição tem se mostrado um permanente desafio. Uma demanda contínua de esforço de análise e disciplina de gestão. Um exercício cotidiano de garimpar informações em fronteiras remotas, de ampliar nossa rede relacionamentos, de pensar 'fora da caixa', de atualizar 'modelos mentais', de provocar nossas convicções e testar nossas disposições.

Com a boa performance da ação de Cielo ao longo dos últimos meses, vimos ajustando o tamanho da posição para esta nova realidade de *valuation*, embora a companhia continue sendo um investimento importante do fundo. Sabemos que os riscos regulatórios permanecem em aberto, a exemplo do que vimos recentemente na Europa e nos Estados Unidos: mercados maduros e, ainda assim, mostrando sinais de atividade regulatória. Além disso, pela natureza do negócio, os conflitos com os bancos controladores estarão sempre presentes. E um acirramento da competição também não pode ser descartado. Seguimos de guarda alta, atentos aos acontecimentos. Neste momento, os atributos do negócio e a qualidade do *management* da companhia continuam pavimentando perspectivas interessantes para este investimento que, ao longo desses quase quatro anos, já rendeu bons frutos para os nossos cotistas.

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2013.

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até julho de 2013

| Período  | Dynamo Cougar | IBX    | Ibovespa |
|----------|---------------|--------|----------|
| 60 meses | 111,8%        | 2,8%   | -18,9%   |
| 36 meses | 52,5%         | -5,9%  | -28,6%   |
| 24 meses | 37,4%         | -18,0% | -1,0%    |
| 12 meses | 8,2%          | -2,6%  | -14,0%   |
| No ano   | 0,7%          | -9,5%  | -20,9%   |

Valor da cota em 31/07/2013 = R\$ 406,289771737

## DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

| Período | DYNAMO COUGAR* |                | FGV-100** |                | IBOVESPA*** |                |
|---------|----------------|----------------|-----------|----------------|-------------|----------------|
|         | No Ano         | Desde 01/09/93 | No Ano    | Desde 01/09/93 | No Ano      | Desde 01/09/93 |
| 1993    | 38,8%          | 38,8%          | 9,1%      | 9,1%           | 7,7%        | 7,7%           |
| 1994    | 245,6%         | 379,5%         | 165,3%    | 189,3%         | 62,6%       | 75,1%          |
| 1995    | -3,6%          | 362,2%         | -35,1%    | 87,9%          | -14,0%      | 50,5%          |
| 1996    | 53,6%          | 609,8%         | 6,6%      | 100,3%         | 53,2%       | 130,6%         |
| 1997    | -6,2%          | 565,5%         | -4,1%     | 92,0%          | 34,7%       | 210,6%         |
| 1998    | -19,1%         | 438,1%         | -31,5%    | 31,5%          | -38,5%      | 91,0%          |
| 1999    | 104,6%         | 1.001,2%       | 116,5%    | 184,7%         | 70,2%       | 224,9%         |
| 2000    | 3,0%           | 1.034,5%       | -2,6%     | 177,2%         | -18,3%      | 165,4%         |
| 2001    | -6,4%          | 962,4%         | -8,8%     | 152,7%         | -25,0%      | 99,0%          |
| 2002    | -7,9%          | 878,9%         | -24,2%    | 91,7%          | -45,5%      | 8,5%           |
| 2003    | 93,9%          | 1.798,5%       | 145,2%    | 369,9%         | 141,3%      | 161,8%         |
| 2004    | 64,4%          | 3.020,2%       | 45,0%     | 581,2%         | 28,2%       | 235,7%         |
| 2005    | 41,2%          | 4.305,5%       | 30,8%     | 790,7%         | 44,8%       | 386,1%         |
| 2006    | 49,8%          | 6.498,3%       | 43,2%     | 1.175,8%       | 45,5%       | 607,5%         |
| 2007    | 59,7%          | 10.436,6%      | 68,4%     | 2.048,7%       | 73,4%       | 1.126,8%       |
| 2008    | -47,1%         | 5.470,1%       | -50,1%    | 973,3%         | -55,4%      | 446,5%         |
| 2009    | 143,7%         | 13.472,6%      | 151,9%    | 2.603,3%       | 145,2%      | 1.239,9%       |
| 2010    | 28,1%          | 17.282,0%      | 15,2%     | 3.013,2%       | 5,6%        | 1.331,8%       |
| 2011    | -4,4%          | 16.514,5%      | -20,6%    | 2.373,0%       | -27,3%      | 929,1%         |
| 2012    | 14,0%          | 18.844,6%      | 11,8%     | 2.664,3%       | -1,4%       | 914,5%         |

| 2013 | DYNAMO COUGAR* |        | FGV-100** |        | IBOVESPA*** |        |
|------|----------------|--------|-----------|--------|-------------|--------|
|      | No Mês         | No Ano | No Mês    | No Ano | No Mês      | No Ano |
| JAN  | 1,7%           | 1,7%   | 3,3%      | 3,3%   | 0,8%        | 0,8%   |
| FEV  | 1,7%           | 3,4%   | -2,7%     | 0,5%   | -3,3%       | -2,5%  |
| MAR  | -0,9%          | 2,4%   | -5,6%     | -5,2%  | -3,7%       | -6,2%  |
| ABR  | 0,8%           | 3,3%   | -1,4%     | -6,5%  | -0,2%       | -6,4%  |
| MAI  | -4,7%          | -1,6%  | -11,0%    | -16,8% | -10,1%      | -15,9% |
| JUN  | -8,2%          | -9,7%  | -9,5%     | -24,7% | -14,7%      | -28,2% |
| JUL  | -0,5%          | -10,1% | -0,5%     | -25,0% | -1,7%       | -29,4% |

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.982.114.140**

(\*) 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 Fechamento.

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](http://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, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720