

## BVMF I

Quando a Bovespa tornou-se companhia aberta em 2007, algo insólito aconteceu. A bolsa que sempre fora nossa “anfitriã”, principal prestadora de serviços para as nossas atividades auxiliares, se credenciava para transformar-se em objeto da nossa atividade fim. Jamais um investimento potencial esteve tão próximo do nosso dia a dia. A familiaridade trouxe para nós aqui na Dynamo uma atração especial pelo caso. Anos mais tarde, em 2011, nos tornaríamos acionistas da BM&FBovespa (daqui em diante, “BVMF”, “Companhia” ou “Bolsa”). Um investimento de longo prazo que já resultou em retorno interessante para os nossos cotistas. A ideia agora é narrar esta história. Como o texto ficou longo, respeitando o tempo dos nossos leitores, optamos por dividir a tarefa em duas. Nesta Carta, apresentamos o contexto histórico do IPO da BVMF, descrevemos as principais atividades da Companhia, percorremos os atributos do negócio e as questões regulatórias, a fim de situar o início no nosso investimento. Na próxima, continuamos a narrativa destacando o projeto de integração das *clearings*, bem como as oportunidades de crescimento e de diversificação de receitas da Companhia, entre as quais a transação com a Cetip. No final, antes de concluir, pautamos o que enxergamos como principais preocupações da tese, alvos de contínuo monitoramento do nosso trabalho de análise.

Nos anos 90, ocorreu uma mudança importante na paisagem das bolsas de valores pelo mundo, o chamado processo de desmutualização. Até então, as bolsas se constituíam basicamente como associações civis sem fins lucrativos controladas pelos seus proprietários, as sociedades corretoras. Na desmutualização, os títulos patrimoniais se convertem em ações e as corretoras passam de membros do “clube” a acionistas. Em grande parte dos casos, a etapa a seguir foi a listagem das bolsas, transformando-as em companhias abertas de capital pulverizado.

A estrutura mutual funcionou bem num ambiente de baixa competição, ao mesmo tempo em que os interesses

dos proprietários eram homogêneos. Uma combinação de movimentos como globalização, desregulamentação e maior internacionalização dos mercados financeiros, além de uma disseminação dos avanços tecnológicos, notadamente as plataformas eletrônicas de negociação, provocou um abalo estrutural naquele equilíbrio anterior. As fronteiras nacionais para o investimento financeiro se esfacelavam enquanto os custos de transação caíam drasticamente. Ambientes de negociação alternativos começavam a surgir pressionando as receitas das bolsas incumbentes. A atualização tecnológica exigia investimentos importantes. Na mesma época, os interesses dos proprietários começavam a divergir. Investidores institucionais exigiam custos menores e maior eficiência na execução de suas ofertas. Já as corretoras resistiam às mudanças, empenhadas em manter o *status quo* de seus serviços financeiros, apegadas ao pregão viva-voz. As transformações demandavam acesso a capital e maior velocidade decisória, que esbarravam nas limitações patrimoniais e nas agendas divergentes dos proprietários.

O *début* da desmutualização se deu com a Bolsa de Estocolmo em 1993, seguida pela Bolsa da Austrália, de Toronto, Singapura, Hong Kong, Londres e Alemanha. Em 1998, a SEC autorizou o registro das bolsas como entidades com fins lucrativos. Dois anos depois, a Bolsa do Pacífico e a Bolsa Mercantil de Chicago converteram suas patentes em ações, inaugurando a nova realidade societária nos Estados Unidos. Até 2005, praticamente a totalidade das maiores bolsas – de ações e de derivativos – no mundo já havia se desmutualizado e se tornado companhias abertas.

Apesar de ter ocorrido numa velocidade de transformação sem precedentes, o processo de desmutualização/listagem envolveu discussões e *pushbacks*, principalmente no que diz respeito à questão regulatória. As bolsas atuavam preferencialmente como organizações autorreguladas e sempre foram vistas como peça importante do arcabouço institucional dos mercados de capitais e financeiro, vetores de desenvolvimento econômico. Sob este prisma, o papel das bolsas adquire um quê de bem público. O movimento

de transformá-las em companhias abertas, condicionadas a perseguir o lucro econômico como finalidade e maximizar valor para seus acionistas como regra, gerou alguma desconfiança. Introduziu uma ambiguidade até então inédita: as bolsas eram entidades reguladoras e em paralelo transformam-se em empresas reguladas. São responsáveis por garantir o bem coletivo do bom ordenamento e segurança dos mercados, ao mesmo tempo em que passam a dever satisfação aos interesses particulares de seus acionistas.

Alguns arranjos surgiram para lidar com esta situação. Em certos casos, foram criadas estruturas independentes dedicadas exclusivamente à regulação, como a Bolsa de Nova Iorque (NYSE) com a formação da NYSE Regulation, Inc. Na maioria das vezes, as próprias bolsas mantiveram a função de regular o mercado mesmo depois de virarem corporações. O argumento aqui é que as bolsas vivem de seu capital reputacional. Para serem competitivas, dependem de criar um ambiente percebido como transparente, justo e eficiente. Regular em causa própria seria autofagia, um tiro no próprio pé. Além disso, com a extinção dos títulos patrimoniais e com eles os privilégios de negociação, as bolsas alcançariam maior independência em relação aos seus membros. Substituiriam os interesses fragmentados de diversos grupos pelo objetivo unificado de criação de valor para os acionistas. Com isso, acreditava-se poder melhorar os padrões da autorregulação aumentando a confiança dos investidores.

Empurradas pela nova realidade competitiva e equipadas com bons argumentos para arrefecer a desconfiança das entidades suprarreguladoras, a onda de desmutualização/listagem logo deixou os mercados mais tradicionais e avançou também sobre as economias emergentes. Na primeira década do milênio, as principais bolsas da Índia, Filipinas, Paquistão, África do Sul, Chile e Brasil anunciam sua intenção de migrarem para estruturas de capital aberto.

A desmutualização da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) se dá em agosto de 2007 e a da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) em setembro do mesmo ano. Nos meses seguintes, outubro e novembro, ocorrem os respectivos IPOs da Bovespa Holding (BOVH3) e da BM&F (BMEF3). No ano seguinte, as duas entidades são integradas através da incorporação de suas ações na nova companhia denominada BM&FBovespa S.A. As duas listagens marcaram praticamente o apagar das luzes do ciclo virtuoso de ofertas públicas iniciais inaugurado em 2004 no país. A partir de maio de 2008, começaríamos a sentir duramente os efeitos da grande crise financeira originada nos mercados de hipotecas imobiliárias americano. O Ibovespa iria sofrer forte ajuste e a janela de ofertas iniciais

praticamente se fecharia. Assim, os investidores nos IPOs das bolsas experimentaríamos forte valorização logo após a listagem – a Bovespa Holding chegou a apreciar mais de 50% –, mas os ganhos foram devolvidos em seguida.

A Dynamo não chegou a participar dos IPOs das bolsas. E não foi porque antevíamos o colapso próximo dos mercados de capitais. Na verdade, seguíamos com as nossas dificuldades para enfrentar os *valuations* dos IPOs que julgávamos esticados, numa dinâmica dominada pelo otimismo dos investidores invariavelmente precipitando uma trajetória auspiciosa de crescimento prolongado para as empresas recém-listadas.

No caso da BVMF, a confiança dos investidores com o mercado adquire um componente de autorreforço já que a valorização das ações, além das novas listagens, gera receita de *fee* para a Companhia. Ou seja, nas demais companhias negociadas, as expectativas dos investidores antecipam os fundamentos dos negócios; na BVMF, os fundamentos precipitam as expectativas. O *top line* captura instantaneamente o sentimento dos investidores. Para o bem ou para o mal. Como o momento da época era o de continuada euforia com o país, os múltiplos do IPO refletiram esta percepção.

Naturalmente, desde então seguimos acompanhando de perto a BVMF. Um negócio com virtudes para lá de interessantes: bem protegido, na prática um monopólio com relevantes barreiras à entrada, robusto e resiliente – a modo da nossa última Carta –, com baixa intensidade de capital, retornos e margens elevadas, alavancagem operacional e praticamente 100% de conversão tanto do lucro líquido em fluxo de caixa, quanto do fluxo de caixa em retorno para o acionista através de dividendo ou recompra de ações. Sem dúvida, um conjunto de características objeto de desejo de qualquer investidor. A fim de compreender as engrenagens que resultam em efeitos tão auspiciosos, precisamos dar um passo atrás e rapidamente descrever as principais atividades desempenhadas pela Companhia.

As bolsas são mercados organizados que proveem ambientes para a negociação e formação de preços de títulos e valores mobiliários. Além desta função primária de estabelecer o *locus* para as transações de compra e venda, as bolsas costumam oferecer aos seus usuários a infraestrutura para os serviços subsequentes, necessários para que as transações se efetivem. São as atividades de pós-negociação, comumente divididas em compensação (*clearing*) e liquidação (*settlement*). A compensação é o procedimento de apuração da posição líquida de direitos e obrigações das contrapartes, sendo executada por uma

câmara de compensação (*clearing*). As *clearings* via de regra atuam também como contraparte central (CCP, do inglês *central counterparty*), fazendo a intermediação entre as partes envolvidas e se convertendo em compradoras para todos os vendedores e em vendedoras para todos os compradores, como é o caso das câmaras da BVMF. As CCPs aumentam substancialmente a segurança do sistema ao prover salvaguardas e possibilidades para gestão de risco, fazendo com que a inadimplência de um investidor ou intermediário não se propague. Ao exigir margens e garantias, o risco da contraparte em tese é absorvido por esses mecanismos de proteção, reduzindo significativamente o perigo de contágio. O esquema de absorção de choques, conhecido na linguagem técnica como *waterfall*, a exemplo do nosso sistema imunológico, possui vários níveis de defesa, absorvendo recursos nesta ordem: primeiro dos clientes, em seguida dos intermediários, depois do fundo de liquidação e finalmente o patrimônio da BVMF. As CCPs também aumentam a transparência do mercado, ao manter o registro centralizado das transações, inclusive os montantes nocionais, bem como as identidades das contrapartes. Daí a explícita preferência dos reguladores pelos arranjos de organização de mercados com CCPs, principalmente após a grande crise financeira que se originou da falta de adequado controle nos segmentos *subprimes*.

Durante o período entre o 'firme' da transação executada na plataforma de negociação e o prazo até que os valores mobiliários sejam retirados da conta do vendedor para depósito na conta do comprador, a bolsa terá assumido o risco de inadimplemento das partes na negociação. No mercado de ações, esta exposição é de cerca de três dias. Já na bolsa de derivativos, como o *duration* dos contratos é bem mais longo, o risco de exposição torna-se mais prolongado. Além de exigir colaterais (requerimentos de margens) das contrapartes, as bolsas precisam dispor de um capital próprio mínimo para fazer frente a eventuais contratemplos. No caso da BVMF, a Companhia opera com um colchão de caixa próprio de cerca de R\$ 1 a 1,5 bilhão para suportar suas atividades de contraparte central, além de mais R\$ 1 bilhão para as salvaguardas requeridas das *clearings*.

Na etapa subsequente à compensação dá-se a liquidação, que consiste na transferência dos ativos e dos recursos financeiros, ou seja, na extinção das obrigações. A partir da autorização da *clearing*, a liquidação ocorre efetivamente no âmbito de outra entidade, a central depositária de ativos. Cabe à central depositária a guarda centralizada dos ativos, o controle de sua titularidade efetiva e a atualização dos eventos corporativos (como pagamentos de dividendos). Com a desmaterialização, os valores

mobiliários no Brasil são predominantemente escriturais, ou seja, são mantidos em contas de depósito, em nome de seus titulares, os beneficiários finais, sem emissão de certificados. Nesse sistema, por exemplo, quando uma ação é comprada e vendida no pregão eletrônico da Bovespa, executada a etapa de compensação na respectiva *clearing*, a depositária transferirá o valor mobiliário da conta do proprietário anterior para a conta do novo proprietário, transferindo o valor monetário na direção oposta. A fim de assegurar a integridade dos ativos sob sua guarda, a central depositária realiza uma série de processos de conciliações diárias, junto aos emissores e aos agentes custodiantes. Como é fundamental manter este controle abrangente do estoque, da movimentação de cada ativo e de seus respectivos proprietários finais, esta função tende a ser concentrada em uma única entidade. Ou seja, mundo afora, as centrais depositárias costumam atuar como monopolistas.

De fato, se observarmos as estruturas de competição das bolsas no exterior, o número de participantes em cada etapa da operação tende a diminuir na ordem cronológica das operações: várias plataformas de negociação, algumas poucas *clearings* e apenas uma ou duas centrais depositárias.

Sob o ponto de vista da organização da indústria, as bolsas se caracterizam como um mercado de dois lados – a exemplo do que vimos nos cartões de crédito (Cartas Dynamo 77 e 78) – onde o produtor (organizador do mercado) objetiva alcançar dois grupos de clientes dispostos numa estrutura tal que a interação de ambos os lados produz externalidades para cada um deles. Ou seja, por exemplo, no lado da oferta, as bolsas de ações atraem companhias que pretendem tornar-se públicas, seja para captar recursos, promover liquidez em suas ações ou se 'institucionalizarem' mais. No lado da demanda, estão os investidores desejando comprar participações societárias nestas empresas. Os efeitos de rede, típicos das estruturas dos mercados de dois lados, são evidentes: quanto mais companhias listadas, mais dispostos estarão os investidores a negociar neste ambiente; da mesma forma, quanto maior o número de investidores participantes, maior a propensão das empresas a aderirem a esta plataforma. Uma vez atingida determinada massa crítica, a plataforma incumbente adquire uma enorme vantagem. O mesmo ocorre na bolsa de derivativos, onde os participantes buscam neutralizar riscos ou fazer apostas direcionais. Quanto maior a variedade de produtos, instrumentos e títulos, maior tende a ser a atratividade e, em consequência, a liquidez da plataforma. O que por sua vez gera mais atratividade, aumentando novamente a liquidez, num efeito de autoalimentação.

Cabe às bolsas cuidar da qualidade das novas companhias emissoras e do risco de crédito dos investidores<sup>1</sup>. Reputação, credibilidade e segurança são atributos essenciais neste negócio. Nas modernas plataformas eletrônicas de negociação, os investimentos em tecnologia são consideráveis na partida, mas, uma vez disposta a infraestrutura operacional e desenvolvidos os sistemas adequados, a captura de volume adicional ocorre sem praticamente qualquer custo marginal. Daí os ganhos de escala e a elevada alavancagem operacional que caracteriza a indústria.

Em 2011, o mercado nos ofereceu uma boa oportunidade para começarmos a montar uma posição em BVMF num *valuation* adequado<sup>2</sup>. Na ocasião, dois potenciais concorrentes anunciaram intenções de estabelecer plataformas de negociação de ações no Brasil. DirectEdge e BATS revelaram suas estratégias de capturar volumes importantes da BVMF através de investimentos que maturariam no horizonte de 12 a 18 meses. O mercado logo reagiu e as ações da BVMF registraram forte queda<sup>3</sup>. As preocupações não eram totalmente descabidas.

Os movimentos estratégicos e a dinâmica competitiva/regulatória das principais bolsas internacionais chegavam ao Brasil com alguma defasagem. Observar o que o ocorria lá fora seria um bom indicador das tendências que poderiam aterrissar por aqui. Sensíveis ao maior poder de barganha das instituições financeiras e dos investidores institucionais nos principais mercados, os reguladores nas economias maduras abriram frestas nos fossos (*moats*) de defesa das bolsas promovendo a competição na execução das ordens. Foi permitido às instituições financeiras e aos investidores institucionais internalizarem seus *tradings*, surgindo os chamados *dark pools*. As chamadas instalações multilaterais de negociação (MTFs – *multilateral trading facilities*) proliferaram rapidamente. Já em 2011, as MTFs respondiam por 26% das ordens nos livros de negociação das bolsas europeias<sup>4</sup>. Estes ambientes alternativos de fato desviaram significativos volumes das bolsas tradicionais.

---

1 O que na linguagem dos *marketplaces* digitais modernos seria uma adequada curadoria.

2 Por coincidência, por razões análogas às do início do nosso investimento em Cielo e Redecard.

3 Para ser mais preciso, além do anúncio dos potenciais competidores, em 2011, outra notícia provocou a queda no valor de mercado da Companhia: a incidência de IOF sobre os contratos de câmbio. Neste caso, a reação do mercado foi pertinente, descontando no preço da ação o impacto negativo sobre os fundamentos. De fato, parte do volume desta linha de negócio foi transferida para as mesas dos bancos através dos contratos NDFs.

4 Atualmente, a ESMA (autoridade europeia de valores mobiliários) reconhece nada menos do que 151 MTFs operando no continente.

Os analistas atentos às tendências internacionais inferiram que a posição privilegiada da BVMF encontrava-se ameaçada e que a realidade de competição externa logo cruzaria nossas fronteiras. A ação foi prejudicada. Nossa visão discordante era mais benigna em favor da BVMF, em função de dois pilares principais: i) o modelo de negócios da Companhia; ii) os incentivos da regulação no Brasil.

A proposta de valor da BVMF se apoia em um modelo de negócios diversificado (bolsas de ações e de derivativos) e integrado (atuação na negociação e pós-negociação – compensação, liquidação e central depositária). Precisamente neste arranjo verticalizado e horizontal residem a robustez e a resiliência da Companhia. O avanço das tecnologias digitais facilitando o rápido estabelecimento de novas plataformas de negociação vem comprimindo margens e transformando mundo afora esta linha de negócio das bolsas em serviço mais “commodity”. Por outro lado, o crescimento contínuo das exigências regulatórias, especialmente após o trauma provocado pela última grande crise sistêmica, e o aumento da complexidade dos instrumentos financeiros expandiram consideravelmente a importância relativa das atividades de pós-negociação. O que era visto como pouco interessante, não-estratégico e de margens estreitas, de repente, passou a ser considerado *core*. As bolsas especializadas no serviço de negociação, mais expostas à ventania tecnológica, se viram ameaçadas e tentam fincar raízes nas atividades mais protegidas da pós-negociação. O modelo de negócios diversificado e integrado, tal qual o da BVMF, virou referência para os *players* do setor.

Diferentemente de outros lugares, entre eles os Estados Unidos, onde algumas atividades de pós-negociação ocorrem no nível das corretoras (*prime brokers*), aqui no Brasil o modelo é completamente vertical. As atividades de compensação, liquidação e depositária se dão no nível do investidor final, sendo as corretoras apenas usuárias da infraestrutura da bolsa, além de agentes de distribuição e captação<sup>5</sup>. Da mesma forma, as instituições financeiras custodiantes somente representam seus clientes junto à câmara de compensação, não sendo a elas permitido liquidar internamente operações entre seus clientes. Ou

---

5 A desmutualização/IPO das bolsas trouxe um breve alívio financeiro para os antigos donos do “clube”. Desde então, as corretoras, principalmente as independentes, vêm passando por anos difíceis, com várias delas amargando prejuízos consecutivos. A XP Investimentos surge como exceção à regra. Através de uma estratégia de plataforma aberta, de uma relevante diversificação de receitas e com um foco calibrado na proximidade do cliente, a XP oferece uma proposta de valor diferenciada, que vem se traduzindo em crescimento acelerado e captura consistente de participação de mercado. Como principal canal de distribuição de seus produtos, as corretoras são vitais para a BVMF. Fomentar o surgimento das novas XPs deve ser tido como prioridade.



seja, nos sistemas das *clearings* da BVMF os contratos/ativos negociados e detidos pelos investidores, assim como as garantias por eles depositadas, são segregados e identificados individualmente. Os efeitos positivos deste arranjo aparentemente singular são notáveis.

A existência de informações completas sobre a titularidade dos ativos e das posições produz enorme robustez no sistema, pois proporciona maior controle sobre a alavancagem, facilita a transferência de ativos necessária em caso de fragilidade financeira dos intermediários e mitiga os riscos de fraude em custódia.<sup>6</sup> Mais interessante ainda, estabelece uma importante barreira competitiva em favor da BVMF, já que um potencial novo entrante deveria oferecer a mesma solução integrada para seus clientes, com toda a complexidade e nuances exigidas.

Quanto aos aspectos regulatórios, a regulação no país também confere elementos interessantes de proteção para os agentes incumbentes. Por aqui, proíbe-se a internalização de ordens (*dark pools*), bem como a negociação de ações em bolsa ou em mercados não organizados (chamados de balcão, ou OTCs, do inglês *over-the-counter*) pelos MTFs. A liquidação e a *clearing* de ações precisam ser executadas através de uma contraparte central (CCP). Sob este arranjo, potenciais competidores da BVMF em tese também seriam obrigados a prover uma solução integrada, com o mesmo nível de regras e de transparência. Adicionalmente, um ingrediente mais prosaico contribuiu ao longo do tempo para que a BVMF estabelecesse uma posição mais consolidada na função de autorregulação: o fato de a CVM não dispor de orçamento suficiente para executar as tarefas de fiscalização, monitoramento e fomento de mercados cada vez mais complexos. Daí que a correta comparação entre custos para os clientes no Brasil deve considerar todos estes serviços. Neste caso, o custo total por aqui encontrava-se (a ainda encontra-se) em linha com os principais mercados lá fora. Consciente de sua posição competitiva privilegiada, a BVMF sempre teve o cuidado de repassar para os clientes parte dos ganhos de alavancagem operacional.

6 A memória do caso Naji Nahas de junho de 1989, quando um cheque sem fundo deste investidor provocou a quebra da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), deve ter contribuído para o aprimoramento deste desenho regulatório, tão à frente das práticas internacionais na época de sua implementação. Apenas a título de ilustração, no caso das *clearings*, o regime jurídico que assegura a prerrogativa fundamental da blindagem das garantias depositadas, tornando-as inalcançáveis por atos de penhoras ou arrestos judiciais, foi estabelecido pela Lei do Sistema de Pagamentos Brasileiro de 2002, que consolidou o entendimento do Banco Central (Circular n. 3057/2001) de que as atividades de compensação e liquidação são consideradas "sistemas sistemicamente importantes".

A percepção entre boa parte dos clientes e participantes do mercado era que a BVMF oferecia um sistema de alta segurança e confiabilidade, a preço justo, porém com necessidade de melhorar o nível de serviço. Sensível à importância da transparência da precificação, a Companhia promovia mudanças na estrutura de tarifas tornando mais explícito o quanto seu custo total era compatível com a realidade internacional. Em paralelo, corria o esforço continuado por equipar a infraestrutura de tecnologia no estado da arte. Em 2010, a BVMF firmou uma parceria estratégica com o CME Group para o desenvolvimento conjunto de plataformas de negociação, que se concretizou no sistema PUMA, cujo módulo de derivativos e câmbio seria entregue já no ano seguinte<sup>7</sup>. Neste mesmo exercício de 2011, iniciava-se o projeto de integração das *clearings*, bem como anunciava-se a intenção de aperfeiçoar o sistema de registro de operações de derivativos de balcão (Calypso).

Diante destes elementos, parecia-nos que o tradicional *trade off* do regulador entre buscar segurança sistêmica e assegurar equidade para os usuários da plataforma versus promover maior competição, tendia para a manutenção do *status quo*. Além disso, já se questionava lá fora se o afrouxamento das exigências

7 O CME Group, Inc é a holding que controla a Chicago Mercantile Exchange (CME), a Nymex, a CBOT e a COMEX. Além do desenvolvimento conjunto das plataformas de negociação, o protocolo de intenções previa a elevação da participação da BVMF no capital da CME para 5%, igualando o investimento da CME na BVMF.

## Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até dezembro de 2016

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	88,5%	25,8%	6,1%
36 meses	42,8%	16,4%	16,9%
24 meses	34,0%	19,7%	11,3%
12 meses	18,8%	36,7%	38,9%
No ano (2016)	18,8%	36,7%	38,9%

Valor da cota em 31/12/2016 = R\$ 612,104574

# DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

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	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-5,8%	-5,8%	-10,0%	-10,0%
FEV	4,9%	-1,2%	7,6%	-3,1%
MAR	22,1%	20,7%	30,8%	26,7%
ABR	8,3%	30,7%	11,1%	40,7%
MAI	-6,2%	22,6%	-13,7%	21,4%
JUN	17,6%	44,3%	19,1%	44,6%
JUL	4,4%	50,7%	10,2%	59,4%
AGO	-1,7%	48,0%	1,0%	61,0%
SET	-0,1%	47,9%	0,6%	62,0%
OUT	5,3%	55,8%	13,5%	83,8%
NOV	-12,4%	36,4%	-10,7%	64,2%
DEZ	4,4%	42,4%	1,4%	66,5%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 2.516.799.301

(\*) 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.

regulatórias não teria provocado um aumento desordenado da competição, pulverizando excessivamente o pool de lucros da indústria, o que no final do dia poderia trazer algum risco sistêmico ao se exigir cada vez menos garantias e margens a fim de atrair mais participantes (race to the bottom).

Nosso cenário base era o de que o regulador não tinha incentivos para arriscar fragilizar a engrenagem que vinha mostrando eficiência operacional, solidez financeira e equilíbrio de precificação. Por outro lado, embora conceitualmente pudesse fazer sentido dado o tamanho potencial do nosso mercado, na prática, acreditávamos que as intenções dos novos entrantes enfrentariam dificuldades maiores do que os investidores pareciam precificar. De fato, anos depois, soubemos por uma das partes envolvidas em um desses investimentos que a decisão de abandonar o projeto se deu após a verificação entre os usuários do sistema-BVMF de que eles estavam atendidos com o serviço prestado, e não sinalizaram o menor interesse em incorrer em despesas e investimentos a fim de adaptar seus sistemas para eventualmente aderir a uma plataforma alternativa<sup>8</sup>.

Em respeito ao tempo dos nossos leitores e como prêmio para aqueles que persistiram até aqui, interrompemos a narrativa para um merecido intervalo.

Rio de Janeiro, 17 de janeiro de 2017.

8 Com exceção dos investidores de alta frequência, cujos interesses eram contrários, já que potencialmente se beneficiariam de uma "arbitragem" entre as plataformas.

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