

A Complexidade em Ação

Terminamos a Carta anterior enunciando um dilema. Sugerimos que os mercados financeiros poderiam ser classificados como Sistemas Adaptativos Complexos (SACs). Neste caso, o preço de mercado surgiria como propriedade emergente. Ao capturar a enorme densidade de informações e experiências locais, seria a melhor estimativa do valor dos ativos. Resultado este que nos aproximaria da hipótese dos mercados 'eficientes', desqualificando qualquer pretensão de gestão ativa de recursos. A Dynamo estaria numa encruzilhada.

Sabedoria das Multidões

A fim de resolver o impasse, precisamos resgatar um conceito muitas vezes esquecido: em sistemas abertos como é o caso dos mercados, a solução coletiva geralmente é mais acurada do que o julgamento dos especialistas. Vale o princípio usualmente chamado de "sabedoria das multidões". (Surowiecki 2004). Diversos trabalhos empíricos e relatos de casos práticos mostram que, quando se trata de processos de tomada de decisão, "a média não é mediocridade, mas excelência" (...) "Pode-se dizer que é como se nós fôssemos programados para sermos coletivamente inteligentes" (Surowiecki, p. 11). Outros estudos mostram que, em sistemas abertos, onde a solução é desconhecida e indeterminada, o julgamento especializado tem alcance reduzido (Page 2007).

Contudo, para que a solução coletiva resultante seja adequada, ou seja, para que o princípio da 'sabedoria das multidões' se verifique, é preciso que algumas condições estejam presentes. São elas: diversidade, independência, descentralização e agregação.

A diversidade é a propriedade que traz variedades de perspectivas e incorpora maior amplitude de enfoques ao processo de tomada de decisão. Uma base de indivíduos abrangente e dispersa captura uma quantidade maior de conhecimento local, de informação privada, aumentando assim as chances de se encontrar uma solução mais adequada ao problema em questão. O apelo da diversidade deriva do próprio reconhecimento das limitações da nossa capacidade de julgamento. Faz-se necessário então ampliar o espectro cognitivo.

É preciso ainda que os indivíduos ajam e decidam de forma independente, a partir de seus próprios modelos mentais, de suas experiências pessoais. Independência é a propriedade que garante que novas informações locais estão sendo incorporadas ao sistema. Decisões independentes evitam que eventuais erros

individuais se propaguem pelo sistema numa mesma direção. Sistemas complexos toleram bem os erros independentes, mas perdem eficácia na presença de imitação. Independência também não significa racionalidade perfeita, ausência de viés ou de parcialidade, nem tampouco isolamento, mas uma certa liberdade relativa para agir sem influências externas (Surowiecki p.41).

Por outro lado, não queremos simplesmente desprezar o importante papel da imitação. A imitação é uma resposta evolutiva à nossa limitação cognitiva. É uma ferramenta poderosa de transmissão de boas idéias, um atalho que economiza precioso tempo e esforço incorporando ao processo de decisão soluções socialmente já testadas. Portanto, na maior parte das vezes, a imitação é bem vinda e funciona adequadamente. Tanto é que já se especulou que os homens seriam máquinas geneticamente predispostas a imitar (Simon 1996). Acontece que esta imitação

NOSSO DESEMPENHO

Neste quarto trimestre, as quotas do Dynamo Cougar se valorizaram 0,91%, acumulando uma rentabilidade nominal de 32,3% em 2007. O retorno do Fundo em termos reais, acima da inflação medida pelo IGP-M, foi de 24,5% neste exercício. Em dólar, a valorização do Fundo chegou a 59,3%, devido à forte apreciação do câmbio. O Ibovespa rendeu 5,7% no trimestre e o IBX 8,4%, atingindo um ganho no ano de 43,7% e 48,3%, respectivamente. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar apresenta um retorno de 25,6%^{aa} em IGP-M e de 31,8%^{aa} em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 9,4%^{aa} sobre o IGP-M e 14,8%^{aa} sobre a moeda americana, e o IBX 15,2%^{aa} e 20,9%^{aa}, respectivamente.

No trimestre, Petrobrás PN subiu 50%, rebocando mais uma vez os índices. Somente a performance da ação teria feito o Ibovespa subir 8,3%, ou seja, a ação foi responsável por 147% do resultado do índice, já que as demais companhias juntas contribuíram negativamente. No ano, Petrobrás e Vale juntas explicaram 57,8% da performance do Ibovespa.

No ano, nossa carteira obteve uma boa performance em termos absolutos. As principais posições do Dynamo Cougar apresentaram apreciação maior do que 30%, à exceção de Itaúsa (26%) e de Pão de Açúcar (-9%). Num período como este, de boa performance das ações, um caixa médio maior do que o usual também acabou nos "penalizando".

considerada saudável e produtiva geralmente emerge quando duas condições também estão presentes: i) um amplo espectro de opções e informações disponíveis; ii) a disposição de que ao menos alguns indivíduos queiram filtrar estas soluções anteriores, ou seja, que eles usem seus próprios julgamentos e não simplesmente tomem emprestado a solução de terceiros¹. Em outras palavras, a boa imitação já teria passado, em algum momento, pelo crivo da diversidade e independência.

Descentralização é esta capacidade de um sistema de produzir decisões baseadas em informações locais dos indivíduos, sem necessitar de um comando central. Repousa na noção de 'conhecimento tácito' (Hayek 1948), na observação de que quanto mais próximo um indivíduo estiver de um problema, maiores serão as chances de que ele deverá encontrar uma boa solução para resolvê-lo. Sistemas descentralizados encorajam a especialização e a independência, geralmente produzindo mecanismos internos de auto-organização e coordenação das atividades individuais. Costumam apresentar performance superior na solução de problemas complexos. O desafio que estes modelos enfrentam é o de efetivamente garantir que a informação valiosa descoberta num recanto do organismo encontre seu caminho pelo resto

¹ Esta condição é mais freqüente do que pode parecer, dado que o excesso de confiança é um traço psicológico comum aos seres humanos. Indivíduos equipados de alta confiança tendem a buscar soluções próprias, originais, e evitar a simples imitação do comportamento do vizinho.

do sistema. Ou seja, funcionam propriamente na ausência de barreiras ou coerções.

É próprio da natureza humana buscar explicações para os fenômenos que nos cercam a partir de um modelo mental desenhado para encontrar conexões de causa e efeito. Confortamos como seres racionais identificar resultados e seus causadores/responsáveis. Acontece que em sistemas descentralizados, a ligação entre as ações individuais e os resultados agregados são menos visíveis. E isso faz com que a noção de descentralização pareça-nos geralmente contra-intuitiva. Por isso, para alguns, parece tão difícil compreender a natureza e o alcance de fenômenos descentralizados, onde a inteligência encontra-se diluída e só se manifesta a partir da interação com os demais. Não há dúvidas de que a sensação de perplexidade e insegurança que toma conta dos mercados financeiros em determinados momentos pode ser atribuída em parte a esta dissonância cognitiva.

E, finalmente, é necessária a presença de algum instrumento que agrupe e sintetize de forma imparcial esta grande quantidade de opiniões isoladas, de julgamentos locais e muitas vezes imperfeitos. Agregação não é centralização, ao contrário. A centralização geralmente produz decisões parciais, que são transferidas unilateralmente às camadas inferiores do sistema. A agregação captura as decisões pulverizadas resumindo-as e dispondo-as em benefício de todo o sistema.

Imitação e Mercados

Voltemos então ao mercado financeiro. Se uma grande quantidade de investidores pulverizados toma decisões de investimento de forma independente, os mercados capturarão estas informações descentralizadas através das ofertas de compra e venda, agrupando-as num preço de mercado, que varia a cada momento do tempo. Neste caso, como vimos, os preços de mercado serão a melhor estimativa do valor dos ativos, porque incorporam a vastidão do conhecimento local, a experiência e inteligência de cada investidor, dispersa ao longo de todo o sistema. E assim, dificilmente decisões de especialistas superariam o mercado. A hipótese é endossada pela amarga estatística que os gestores de ações conhecem bem: a grande maioria dos fundos de investimentos perde para os índices de bolsa, especialmente em mercados mais desenvolvidos como o americano.

Acontece que, em determinados momentos, as condições que satisfazem a ocorrência da sabedoria das multidões são violadas. Nos mercados financeiros, isto ocorre principalmente com a propriedade de independência. É quando os investidores simplesmente acompanham os demais replicando informações de terceiros ou seguindo determinada tendência dominante no momento, sem observarem seus próprios conhecimentos. Ausente a base independente e dispersa de conhecimento privado, o sistema perde acurácia e o resultado emergente – preço de mercado – deixa de ser robusto. Os mercados deixam de ser eficientes. Neste momento, estão deflagradas as oportunidades de arbitragem e correções de preços. É a farra dos *value investors*.

NOSSO DESEMPENHO

O final de ano foi especialmente marcado por fortes oscilações na Bovespa. Neste ambiente de maior incerteza e alta volatilidade, o conhecimento dos fundamentos das empresas costuma denunciar boas oportunidades de investimento. Temos visto alguns IPOs, principalmente, atingirem níveis de preço que começam a ficar interessante sob nossa ótica de gestão.

Seguimos confiantes com as principais posições do Fundo, mesmo aquelas que apresentaram forte valorização recente. Duas contribuições importantes para a performance de 2007 foram sendo reduzidas ao longo deste trimestre. São elas, Brasil Telecom e Eletropaulo. Abaixo, um rápido resumo destes investimentos.

Começamos a investir na Brasil Telecom no final de 2005. Naquela altura, na nossa visão, o mercado atribuía uma probabilidade exagerada para uma eventual troca de controle da companhia. As ações ON negociavam a um prêmio excessivo e, em contra-partida, as ações PN eram muito penalizadas pelos investidores, preocupados com os eventuais efeitos adversos de uma possível reestruturação societária. Adicionalmente, a companhia optou por apresentar um *guidance* extremamente conservador, que não era compatível com as evidências vindas do nosso próprio processo de análise. Pelos nossos números, os resultados operacionais de 2006 e 2007 seriam expressivamente superiores ao consenso do mercado. Víamos espaço para uma queda significativa de capex, importantes reduções

O mercado costuma oferecer alguns sintomas, pistas que podem denunciar estes momentos. A começar pela simples leitura de alguns indicadores fundamentalistas como, por exemplo, múltiplos (Ev/Ebitda, P/L, P/FC) acima da média histórica da companhia ou do setor, cotações na máxima dos últimos tempos ou volume financeiro (*trading*) em determinado ativo excessivamente elevado. Outras são menos evidentes. Acontecem quando as mesmas opiniões são repetidas por analistas, *traders* e *sales brokers* de diferentes instituições (*herding*), quando argumentos improváveis passam a freqüentar o *mainstream* nas análises, quando uma estratégia ou estilo de investir prevalece no ecossistema de investidores, quando uma empresa ou setor vira moda (efeito moda ou cascata), quando *feedbacks* positivos dominam o sistema (*momentum*).

A possibilidade de ocorrência destes eventos paira permanentemente sobre nós. Além de uma certa sugestão genético-evolutiva, a imitação normalmente ganha respaldo cultural e social. Somos constantemente submetidos à 'pressões sociais' (Asch 1952) e sentimos necessidade de uma certa 'prova social', o endosso pelos demais de nossas decisões pessoais. Sabemos ainda que fenômenos conhecidos como efeitos-cascata surgem a partir de pequenos eventos iniciais. E que idéias e hábitos se difundem de forma não-linear após terem atingido um determinado ponto crítico (*critical mass*). Até nossos vieses psicológicos podem ocorrer numa mesma direção, como é o caso do excesso de confiança.

O mercado financeiro é um ambiente especialmente propício para o surgimento de comportamento imitativo, porque lida de forma permanente com o futuro incerto e indeterminado. Quanto maior a incerteza e a insegurança, mais as pessoas tendem a olhar para os lados.

Momentos de maior incerteza provocam comportamentos imitativos, rompendo a base de diversidade e independência. O poder da inteligência local se atrofia e formam-se os rebanhos. Decisões se acumulam numa mesma direção, sendo reforçadas por efeitos de *feedbacks* positivos, rebanhos, cascatas, modas, ou provas sociais. Como resultante, surgem as variações extremas ou "anormais" nos preços de mercado. Naturalmente, estes movimentos tendem a ser amplificados em períodos de liquidez abundante. A disponibilidade em excesso de recursos financeiros combusta estes ingredientes já presentes, podendo levar a resultados mais extremos, como bolhas e *crashes*.

O Poder da Interação

O enfoque do SAC é muito mais aderente à realidade empírica do comportamento dos agentes e dos mercados. A hipótese dos mercados eficientes (HME), dos "ganhos" formais, é uma ginástica mental que estiliza a decisão pessoal, engessa a escolha individual e sugere um padrão de desempenho do mercado longe da observação empírica. A contribuição do *behaviour finance* (BF) despertou-nos do sonho lógico da HME demonstrando que erros, vieses e emoções freqüentam corriqueiramente o processo de decisão das pessoas. Mas pouco tem a

dizer sobre o desempenho e a trajetória dos mercados, assunto que nos interessa particularmente nesta Carta.

A visão dos mercados como SACs mostra-se altamente compatível com a observação empírica: a maior parte do tempo, os mercados mostram-se eficientes, eventualmente apresentam excessos. Além disso, características importantes do comportamento dos mercados se acomodam bastante bem neste enfoque (cfr. Mauboussin, 2005): i) poucos investidores conseguem obter excesso de retorno consistentemente ao longo do tempo (mercados em geral eficientes); ii) alto volume de negociações, *trading* ativo (diversidade de opiniões); iii) grandes variações nos preços em determinados momentos (quebra de diversidade).

O programa de pesquisa da Complexidade ainda é relativamente recente. Há diversas questões a serem resolvidas e lacunas a serem preenchidas. A leitura dos mercados financeiros como SACs propõe um instigante desafio intelectual, ainda longe de tornar-se *mainstream*. Mesmo entre profissionais do mercado este enfoque ainda é uma novidade que exige discussão e reflexão. Mas, não há dúvidas de que se trata de uma proposta promissora. Modelos computacionais desenvolvidos para simular decisões de agentes autônomos interagindo em ambientes competitivos (*agent-based models*) têm apresentado características típicas dos sistemas complexos e resultados que, pelo enfoque tradicional, seriam considerados apenas anomalias (Holland [1995], Epstein e Axtell [1996]). Ou seja, uma visão de mundo tipo SAC tem se mostrado mais próxima à realidade de um mercado competitivo do que a abordagem neoclássica tradicional.

Estudos mais recentes (Sornette 2003) sugerem que esta abordagem permite acomodar um novo modelo de previsão de *crashes*. Neste caso, os movimentos dos mercados poderiam ser aproximados por um processo conhecido como log-periodicidade, uma técnica estatística que conseguiria perceber oscilações atípicas nos momentos imediatamente anteriores às quedas abruptas. A analogia é emprestada da física onde um aumento da sincronização dos movimentos das moléculas é um

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até dezembro de 2007

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	439,60%	543,06%	466,58%
36 meses	125,34%	176,77%	144,14%
24 meses	80,99%	101,64%	92,15%
12 meses	32,30%	48,35%	43,68%
3 meses	0,91%	8,36%	5,74%

Valor da cota em 31/12/2007 = R\$ 194,451126767

dos elementos que caracteriza a fase de transição que antecede a mudança dos estados físicos. Assim, uma maior correlação no comportamento dos investidores (maior sincronização dos *tradings*), provavelmente advinda de um aumento da imitação, poderia ser estatisticamente capturada anunciando uma condição de ruptura à frente. A proposta ainda é incipiente, o alcance e a robustez desta metodologia precisam ser provados. Mas, trata-se de um caminho de pesquisa interessante.

A descrição dos mercados como SACs sugere uma trajetória diferente da média Gaussiana bem-comportada que sustenta as formulações tradicionais. A maior parte do tempo, os mercados estariam desempenhando seu papel de agregador de informações, atualizando instantaneamente expectativas e opiniões dispersas, produzindo variações pequenas nos preços. Em momentos de ruptura da diversidade, *feedbacks* positivos prevalecem gerando excesso de otimismo (ambição) ou de pessimismo (medo) e os preços então sofrem variações bruscas, extremas, não previstas pela curva "normal". A distribuição de frequência da variação de preços seria então melhor descrita por uma curva tipo "lei de potência", negativamente inclinada em escala logarítmica. Trata-se de um comportamento estatístico que

admite o seguinte enunciado verbal: ocorrência de muitos eventos de pequena magnitude, outros tantos de tamanho mediano e alguns poucos de grande impacto. Dito com outras palavras, a lei de potência é uma forma particular de descrever como a probabilidade de um evento declina conforme este evento se torna maior ou mais extremo. Ou seja, diferentemente da curva normal, trata-se de uma estatística de frequências que não discrimina a presença de fenômenos raros, de grandes impactos (*fat tail*).

O usual sempre foi recorrer a justificativas externas para tentar explicar variações não previstas. A cada crise, inicia-se uma gincana em busca de pistas ocultas que poderiam trazer sentido às variações inesperadas nos preços dos ativos. Na perspectiva do mercado como SACs, eventos extremos não são considerados anomalias não previstas ou surpresas que exigem justificativas exógenas. Variações extremas não predominam, mas são esperadas. Derivam da própria mecânica interna do sistema, da natureza progressiva, cooperativa e não-linear da interação repetitiva dos inúmeros agentes. Quando um comportamento imitativo atinge determinado nível crítico, as ordens de compra (venda) predominam na tela de *trading*, os preços sobem (caem) a passos largos. O que, de novo, parece mais de acordo com a realidade. É conhecida a dificuldade empírica para se encontrar razões que possam explicar em bases fundamentalistas movimentos acentuados nos preços dos mercados (Thaler, 1993).

O curioso é que este tipo de trajetória – a lei de potência - descreve diversos outros elementos presentes na natureza e nos fenômenos sociais, como por exemplo, a intensidade dos terremotos, a distribuição de renda numa determinada população, o número de sinistros de seguros de um determinado bem, a quantidade de palavras idênticas num livro ou biblioteca, o tamanho das firmas de um determinado setor, o tamanho das cidades num país, a magnitude da extinção dos eventos biológicos, a intensidade das explosões solares, os congestionamentos de trânsito, o número de baixas nas guerras, o tamanho dos estouros acústicos dos vulcões, a estatística das citações na literatura acadêmica (Bak 1996, Buchanan 2000, Ball 2004). Trata-se, portanto, de uma característica difundida da forma como fenômenos naturais e sociais se organizam. Nos casos de fenômenos sociais, uma lei de potência geralmente emerge de um comportamento coletivo, onde as interações locais desenvolvem influências recíprocas de longo-alcance, uma verdadeira "assinatura universal da interdependência" (Ball 2004).

A idéia destas duas últimas Cartas foi a de aproveitar o momento de turbulência dos mercados financeiros e de perplexidade entre investidores e profissionais para apresentar um enfoque alternativo de descrição do comportamento dos preços dos ativos. Desnecessário dizer, para tranquilidade dos nossos cotistas, que não estamos de forma alguma alterando nossa forma de gerir recursos. A filosofia de investir da Dynamo continua sendo rigorosamente a mesma. O que estamos sempre buscando são novos *insights* para trazer mais robustez ao nosso ferramental de análise. Temos simpatia pela tese de que investir é uma "arte liberal" (Hagstrom 2000) e que o bom investidor

NOSSO DESEMPENHO

de custos, melhora na rentabilidade da operação de celular e forte crescimento da receita de banda larga.

De fato, ao longo deste biênio, a Brasil Telecom bateu com folga as metas sugeridas de resultado em 2006 e seguiu entregando forte performance operacional ao longo de 2007. Além disso, não se confirmaram as expectativas do mercado de mudança de controle. Com isso, o spread ON/PN que havia alcançado uma relação de 2,15x no auge da "operação Telemar" no 1º semestre de 2007, caiu para 1,6x no 2º semestre, com elevação do preço da PN e queda da ON. Havíamos investido no momento em que o *free cash flow* implícito da Brasil Telecom era da ordem de 25% para as PNs e de 18% para o *blended* (considerando-se ON e PN proporcionalmente às respectivas participações). Fomos reduzindo gradualmente a posição na companhia quando o *free cash flow* das PNs atingiu 16% e o do *blended* bateu 11%.

A Eletropaulo foi outra posição *contrarian* ao longo de boa parte do ano. Nós já éramos acionistas da companhia quando decidimos aumentar significativamente a posição em setembro de 2006, por ocasião do leilão de venda de ações secundárias pela AES Transgás, veículo de investimento da AES Corp, controladora da companhia. Naquele momento, o mercado viu com muito ceticismo esta operação, acreditando na tese de que os controladores estariam reduzindo seu interesse econômico na Eletropaulo, pois, na condição de *insiders*, estariam esperando um resultado negativo na revisão tarifária que se avizinhava. Nossa interpretação foi diferente. Entendemos a justificativa da AES Corp de que a operação seria uma oportunidade para quitar a dívida da *holding*, cuja cláusula de

deveria procurar desenvolver uma 'sabedoria prática abrangente' (*worldly wisdom*, Munger). Buscar a capacidade de garimpar informações remotas, conectar conhecimentos de diversas áreas, relacionar idéias aparentemente distantes e cultivar diferentes modelos mentais².

No caso dos mercados como SACs, afirmar que os mercados financeiros mostram-se eficientes grande parte do tempo, não implica que devamos ficar de braços cruzados esperando os momentos episódicos de ruptura em alguma das condições que sustentam a sabedoria das multidões, para aí sim investir. Oportunidades de arbitragem entre preço e valor se dão a todo momento, principalmente considerando nosso enfoque do tipo *bottom up*, ou seja, esta nossa teimosia metodológica de focar prioritariamente nas companhias. A abordagem do SAC oferece uma interpretação interessante (e convincente) para uma visão agregada do comportamento dos mercados, percebida como uma propriedade macro emergente. Na prática, o que este enfoque sugere são indicações de circunstâncias onde podemos tirar maior proveito desta tecnologia de identificação de distorções, que, em última instância, define e resume nosso trabalho cotidiano de análise.

Quando mencionamos que este tipo de enfoque tem ensejado o desenvolvimento de técnicas estatísticas visando prever eventuais crashes futuros, não estamos dizendo que os métodos quantitativos vão tomar conta do nosso esforço de pesquisa. De novo, a intenção apenas é a de lembrar que estamos atentos a quaisquer avanços que possam oferecer algum diferencial em nosso processo decisório. É muito remota a aspiração de se encontrar modelos matemáticos que denunciem crises financeiras próximas. Mas se isso for feito, a informação provavelmente só terá valor para os poucos que conseguirem acessá-la. Isto porque, a partir do momento em que muitos investidores tiverem acesso e começarem a acreditar nas previsões, pode ocorrer que eles tomem decisões compensatórias e a crise não aconteça. A profecia se torna auto-defensável.

Feitas as ressalvas, a visão do mercado como um Sistema Adaptativo Complexo, aliada a *insights* da psicologia individual e social (comportamento imitativo) e à ênfase nas descobertas recentes das propriedades típicas dos processos interativos, surge como um instrumental analítico interessante que merece ser incorporado em nosso repertório técnico. Diversas são as razões: i) oferece um modelo alternativo de eficiência dos mercados bastante aderente à realidade; ii) ajuda-nos a compreender padrões de comportamento típicos dos agentes e do mercado que a visão tradicional tem dificuldade de explicar; iii) identifica alguns sintomas observáveis no mercado e nas atitudes dos participantes que poderiam denunciar oscilações abruptas nos preços dos ativos à frente; iv) propõe uma descrição estatística para as oscilações dos preços dos ativos mais coerente com a observação empírica dos movimentos dos mercados, que ainda encontra paralelo em inúmeros outros fenômenos naturais e sociais; v) sugere ocasiões ideais para a atuação de *value investors*

como nós, a partir da identificação de rupturas nas condições que sustentam a estrutura do sistema; vi) ao admitir a possibilidade estatística de flutuações mais íngremes nos preços dos ativos, previne-nos contra o otimismo perigoso de mercados *bullish* por um longo período de tempo e os reflexos precipitados que geralmente acompanham as decisões de alocação de portfólio nestes momentos.

Aqui na Dynamo entendemos como sendo parte do nosso dever fiduciário buscar permanentemente as melhores ferramentas que possam nos oferecer alguma vantagem competitiva na tarefa de gestão ativa de recursos dos nossos cotistas. Este diferencial constrói-se pelo acúmulo de experiência da nossa equipe, pelo *networking* de relacionamentos que vimos desenvolvendo ao longo destes anos e também pela obsessão por melhorar a qualidade da nossa análise. Nestas duas últimas Cartas, tentamos ilustrar este esforço ainda que, bem sabemos, às custas da paciência do Leitor para enfrentar leitura tão árida e, digamos, complexa. Compreender melhor a natureza dos mercados financeiros e das oscilações dos preços dos ativos complementa nosso foco primeiro de análise voltado para os fundamentos das empresas e seus negócios.

NOSSO DESEMPENHO

cash sweep, acabava por drenar os dividendos da Eletropaulo. Com a estrutura de capital equacionada e o balanço limpo das provisões contábeis, a Eletropaulo estaria pronta para se tornar um *dividend play*, e os recursos poderiam finalmente fluir para a AES Corp. O que ocorreu, de fato. Após quatro anos sem proventos, a Eletropaulo anunciou dividendos e JCP de R\$ 680 milhões em 2007, um *yield* médio de 15,7% no ano.

Nos últimos tempos, vínhamos despendendo bastante tempo para compreender as minúcias do denso aparato regulatório do setor elétrico. O resultado desta longa incursão traduziu-se numa visão menos pessimista do que o mercado para o importante evento da revisão tarifária periódica da Eletropaulo. Concluímos que o "ebitda regulatório" projetado pelos analistas de mercado estaria subestimando os resultados operacionais da companhia. A Eletropaulo, devido a características próprias da densidade de sua área de concessão, possui uma alavancagem operacional não capturada pelo Regulador, que cresce ao longo do ciclo tarifário. Assim, de forma resumida, enxergamos uma distorção clara entre o retorno regulatório permitido e o retorno efetivo auferido pela companhia entre as revisões tarifárias periódicas. Com o anúncio dos dividendos intermediários, a divulgação do índice da revisão tarifária em julho e o ótimo resultado de terceiro trimestre, os analistas foram revisando seus modelos. Neste meio tempo, o BNDES anunciou a intenção de vender sua participação na Brasileira, *holding* que controla a Eletropaulo. E assim, alguns investidores passaram a apostar ainda numa possibilidade de *tag along*, no caso de venda do controle. Como o preço da ação reagiu rapidamente a todos estes eventos, passamos a reduzir nosso investimento na Eletropaulo, que chegou a ser uma posição importante do Fundo em 2007.

² Na Carta Dynamo n. 38, tivemos oportunidade de descrever alguns destes modelos mentais de Charlie Munger.

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
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84
2ºTrim/07	29,34	41,85	9.259,40	28,84	41,81	1.709,26	27,19	35,73	874,08
3ºTrim/07	7,46	52,43	9.957,63	15,72	64,10	1.993,66	16,39	57,98	1.033,74
4ºTrim/07	4,76	59,69	1.0436,57	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 686.569.040,92

(*) 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, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

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

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

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