

Carta

Dynamo 44

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 4º TRIMESTRE DE 2004

www.dynamo.com.br

Behavioral Finance I - Conceitos

“Somos a soma do que herdamos e do que decidimos ser”. Biologia e livre-arbítrio combinados seriam capazes de situar o indivíduo na sua trajetória de vida. O mesmo vale para o mundo corporativo. As empresas são hoje uma mistura de seu DNA e todos os acontecimentos que formam sua história. Identificar o material genético das companhias talvez seja tarefa menos complexa. Não há grandes dificuldades em se perceber as diferenças somáticas entre uma companhia mineradora, uma empresa de varejo ou uma concessionária de serviço público. Mas o que dizer das decisões corporativas? Em boa parte, costumam seguir esta vocação genética. Investimentos em imobilizado industrial, sistemas de controle de estoques e serviços de atendimento comercial, por exemplo, serão respectivamente fundamentais (ou desprezíveis) em cada um dos casos acima. Sobra então verificar aquelas decisões menos ‘vinculadas’ pela origem, onde o livre-arbítrio dos administradores conforma o ‘jeito de ser’ das companhias.

O que orienta as decisões estratégicas de uma empresa? Rentabilidade, crescimento, diversificação, perpetuação? Quais motivações, incentivos, restrições e limitações fazem as empresas optarem por determinadas direções e não por outras? O que determina em última instância este padrão de decisões ao longo do tempo? Arriscamos dizer que estas perguntas resumem e definem a tarefa da análise fundamentalista. Penetrar nos meandros do processo de decisão das empresas con-

figura a essência do trabalho de análise, podendo representar uma vantagem competitiva importante na atividade de gestão dos nossos investimentos.

Nesta tarefa, há diversos caminhos de investigação possíveis: a sociologia do controle, a leitura do estatuto social e demais documentos societários, a influência de questões de natureza política, regulatória, institucional, fiscal, o ambiente econômico e competitivo, os imperativos de liquidez financeira. As abordagens mais sérias têm percorrido cada um destes temas. Entretanto, devemos lembrar que as ‘decisões corporativas’ são, em última instância, decisões coletivas que agregam decisões individuais. Por outro lado, sabemos que a análise do mecanismo de decisão do indivíduo não pode vir dissociada da compreensão de seus estados e processos mentais. Ou seja, um ‘novo’ componente, da maior importância, entra em cena neste momento: a psicologia. Como considerá-la corretamente?

Propomos a divisão da tarefa em duas Cartas. Nesta, mais conceitual, partimos do ferramental de análise mais próximo à nossa esfera de competência, a teoria de finanças tradicional, e investigamos o que ela nos tem a dizer sobre os elementos psicológicos das decisões dos indivíduos. De tão limitado escopo, apresentamos, em seguida, uma proposta alternativa que, ao relaxar a rigidez de algumas hipóteses da teoria convencional, oferece resultados mais compatíveis com a realidade do comportamento dos indivíduos. Tra-

ta-se da Teoria Prospectiva, fundamento importante de um programa de pesquisa que vem ganhando espaço crescente na produção acadêmica de finanças, mais conhecido como *behavioral finance*.

Na próxima Carta apresentaremos alguns experimentos empíricos e descreveremos os principais equívocos psicológicos que costumamos cometer em nossos processos de julgamento. Como veremos, estes desvios são recorrentes e aplicáveis a diversas áreas de atividade. A fim de tornar a leitura mais fami-

Nosso Desempenho

Neste quarto trimestre, as quotas do Dynamo Cougar valorizaram-se 13,5%, enquanto o Ibovespa rendeu 12,4% e o IBX 16,0%. O Dynamo Cougar fechou o ano de 2004 com uma rentabilidade de 51,0%, o que representa um retorno real de 34,5% acima da inflação medida pelo IGP-M. Nos três últimos anos, o Cougar rendeu 30%^{aa} em IGP-M, mantendo um retorno próximo ao acumulado desde início de suas operações de 31,9%^{aa} sobre o mesmo índice de preço. A desvalorização do câmbio em 2004 empurrou para cima a performance do fundo medida na moeda americana, atingindo a rentabilidade de 64,1% no exercício, 43%^{aa} nos últimos três anos e 35,4%^{aa} desde o início.

Já o IBX apresentou uma valorização nominal de 29,8% em de 2004 e o Ibovespa 17,7%. A performance do

Continua ▶

O objetivo deste relatório é o de tecer comentários sobre desempenho do gestor no período, destacando os eventos mais significativos relativos aos investimentos realizados. Possui conteúdo apenas informativo e teor meramente analítico, não constituindo material de venda de ações ou de fundos, nem tampouco indicação ou recomendação para o uso destas informações em aplicações ou investimentos financeiros.

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. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, 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.

Ibovespa, durante o período de atividade do Cougar iniciado em setembro de 1993, foi de 8,5%^{aa} sobre o IGP-M e 11,4%^{aa} sobre o dólar. Os números nos permitem afirmar que os resultados do Dynamo Cougar – em termos absolutos e relativos - neste ano de 2004 foram bastante satisfatórios.

Após um longo período de estagnação, 2004 ficou marcado pela volta das ofertas públicas de venda de ações: foram 14 operações, totalizando um volume de recursos da ordem de R\$ 8,7 bilhões, sendo que cerca de R\$ 4,5 bilhões em sete ofertas de abertura de capital. As emissões primárias somaram R\$ 4,3 bilhões. Os IPO's foram colocados na metade superior ou mesmo acima do intervalo de preço sugerido, representando um prêmio expressivo sobre seus pares no mercado. A maioria seguiu negociando com significativa valorização, tanto em termos absolutos quanto se comparados ao Ibovespa, além de razoável liquidez. O Dynamo Cougar participou de algumas destas operações. Para nós foi uma satisfação especial constatar que os investidores aceitaram pagar um prêmio por ações que oferecessem melhores regimes societários, confirmando, até o momento, a tese de que o mercado de capitais pode ser uma fonte competitiva de captação de recursos para as boas histórias empresariais.

Por outro lado, esta valorização também nos causa frustração. O preço da maioria destas operações só se justificava num cenário extremamente favorável,

deixando pouco espaço para os inevitáveis tropeços. Não nos sentimos confortáveis em investir com uma margem de segurança tão estreita. Na prática, portanto, este aumento de oferta de papéis teve um impacto limitado em nossa carteira. Os múltiplos das companhias existentes continuam muito abaixo daqueles das novas empresas e a qualidade inegável de alguns dos novos nomes não foi suficiente para gerar o conforto necessário, pelo menos até agora. Mesmo com esta maior oferta de ativos no mercado, terminamos o ano fechando o fundo para novas aplicações, conforme comentamos abaixo.

Uma nota sobre o fechamento do Cougar

No dia 28 de dezembro, anunciamos o fechamento do Dynamo Cougar para novas captações. Foi a segunda vez na história do fundo que tomamos uma decisão desta natureza, a primeira ocorreu em meados de 1996. Trata-se de uma decisão de gestão importante, a respeito da qual gostaríamos de tecer alguns comentários de teor mais analítico, além daqueles contidos na comunicação enviada aos cotistas.

Fechar as portas do 'estabelecimento' deixando clientes potenciais do lado de fora soa como heresia no mundo dos negócios. Acontece que a indústria de gestão de recursos tem lá suas peculiaridades e aqueles que a acompanham sabem que a decisão de fechamento de um fundo, se não é evento dos mais comuns,

Continua ►

ças, servindo de base para a moderna teoria do portfólio, que pretende revelar aos alunos de MBAs no mundo inteiro os segredos das técnicas de gerenciar riscos e de alocar ativos de forma a maximizar retornos. A HME se enuncia de forma simples: os mercados mobiliários (ações, títulos de dívidas) sempre refletem todas as informações disponíveis sobre os valores dos ativos.

A HME fundamenta-se em duas construções mentais: a teoria da utilidade esperada e as expectativas racionais. De forma bastante resumida e simplificada (para aqueles que tiverem curiosidade, sugerimos em nosso site – no menu biblioteca – uma lista de referências bibliográficas sobre os assuntos tratados nesta Carta e na próxima), estas duas proposições combinadas afirmam que os indivíduos são perfeitamente racionais, conhecem e ordenam de forma lógica suas preferências, buscam maximizar a "utilidade" de suas escolhas, e conseguem atribuir com precisão probabilidades aos eventos futuros, quando submetidos a escolhas que envolvam incertezas. A partir de alguns axiomas da 'função utilidade' (tais como dominância, cancelamento, transitividade, invariância), onde preferências individuais são ordenadas e traduzidas em linguagem algébrica, o enfoque da utilidade esperada propõe uma teoria lógica do comportamento humano, prescrevendo normativamente como os indivíduos devem agir, caso os pressupostos de racionalidade sejam observados.

Neste modelo, assume-se que as informações relevantes sobre os ativos são percebidas e processadas simultânea e homogeneamente pelos agentes. Como estes são perfeitamente racionais, suas decisões serão lógicas. Assim, os preços de mercado deverão refletir com exatidão o valor fundamental dos ativos, incorporando a cada momento do tempo as melhores estimativas de valor destes bens. Eventuais distorções serão episódicas, *anomalias* instantaneamente capturadas pelos agentes racionais através de mecanismos de arbitragem. Num cenário em que os preços de mercado capturam e resumem todas as informações disponíveis, o investidor que busca retornos superiores, a partir de algum diferencial de informação através de seu processo de análise, no mínimo, perde seu tempo. O investidor médio deveria então comprar passivamente um índice de mercado, com o qual garantiria seu retorno de equilíbrio. Como re-

liar, tentamos trazer exemplos da nossa própria experiência de gestão e mesmo do nosso processo de decisão aqui na Dynamo.

Ao longo do caminho, procuramos ilustrar também algumas contribuições do *behavioral finance* à luz dos avanços mais recentes da pesquisa da neurociência, viabilizada principalmente pelas modernas técnicas de imagens cerebrais. Por último, insistimos lembrar que, respeitados os princípios socráticos da ignorância, mesmo desqualificados para tratar de assuntos alheios à nossa especialida-

de, resolvemos correr o risco de cruzar a fronteira, pelo interesse geral da matéria e por sua intercessão com nosso trabalho cotidiano de análise.

Mercados Eficientes

A hipótese dos mercados eficientes (HME) talvez tenha sido a proposição teórica mais importante em finanças nos últimos quarenta anos, tendo gerado um enorme volume de produção acadêmica desde sua formulação nos anos 60, por Eugene Fama. A HME domina ainda hoje os livros-textos em finan-

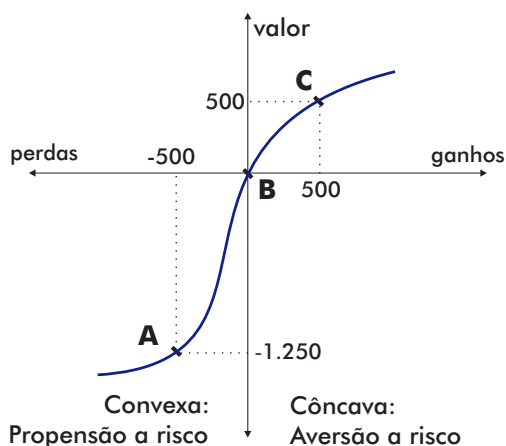
cado prático: esqueçam os fundos ativos, o mercado sabe mais. Assim, um corolário importante da HME é a desqualificação do *value investing*.

A hipótese de racionalidade em teorias comportamentais é, sem dúvida, interessante. Difícilmente sociedades e indivíduos poderiam sobreviver em ambientes competitivos se não apresentassem um mínimo de consistência em suas decisões. Do ponto de vista evolucionário, a racionalidade é um componente adaptativo importante. Desde a primeira proposição da teoria da utilidade esperada por John von Neumann e Oskar Morgenstern (1944), diversos aprimoramentos e críticas surgiram. Leonard Savage (1954), por exemplo, propôs a inclusão de probabilidades subjetivas na ponderação das decisões futuras, Duncan Luce (1959) desenvolveu modelos estocásticos da escolha, onde componentes aleatórios foram inseridos. Herbert Simon (1956) postulou que os indivíduos nem sempre são otimizadores, mas buscam apenas 'se satisfazer', ou seja, eventualmente podem escolher alternativas não ideais. Foi possível até chegar-se, na teoria dos jogos, ao paradoxo onde decisões irracionais produzam o melhor resultado esperado, fazendo da razão o enaltecimento da sua própria ausência. Logo cedo, apareceram também formulações que procuraram relaxar a hipótese de racionalidade radical, incomodadas com o tratamento reducionista de conceber o indivíduo como simples autômato, calculista objetivo de problemas de otimização condicionada, refém de uma lógica inexorável. Entre estes modelos, onde os indivíduos apresentam racionalidade limitada (*bounded*), o mais promissor é a chamada Teoria Prospectiva (TP), formulada pelos psicólogos Daniel Kahneman, prêmio Nobel de economia em 2002, e Amos Tversky (K&T), considerados os pioneiros da linha de pesquisa conhecida como *behavioral finance*.

Teoria Prospectiva

A TP substitui o conceito de utilidade pelo de valor, sendo este definido em termos de ganhos e perdas em relação a um ponto de referência. O aspecto central deste modelo descritivo é a constatação de que os indivíduos atribuem maior importância às perdas do que aos ganhos¹. Diferentemente da teoria da utilidade esperada, onde utilidades positivas e

Teoria Prospectiva: Função valor (Curva em S)



Para um mesmo montante, os indivíduos tendem a atribuir um valor negativo para as perdas maior do que o valor positivo dos ganhos.

negativas possuem pesos simétricos, na teoria prospectiva, para um mesmo valor monetário, a percepção de dano gerado por uma perda é cerca de duas a 2,5 vezes maior do que a sensação de benefício produzido pelo ganho. Conforme vemos acima, a ilustração gráfica de uma função-valor típica apresenta o formato de uma curva em "S", onde este 'coeficiente de aversão a risco' está representado por uma maior inclinação da curva no domínio das perdas.

Um exercício simples aplicado por K&T pode ilustrar este resultado. Imagine que você tenha recebido R\$ 1.000 por participar de um jogo. Qual das alternativas você escolheria:

Opção A – 50% de chance de ganhar mais R\$ 1.000

Opção B – Um ganho certo de mais R\$ 500

Dos indivíduos submetidos ao experimento, 84% escolheram a alternativa B. Imagine agora que seu prêmio de participação foi de R\$ 2.000. Escolha entre as seguintes alternativas:

Opção C – 50% de chance de perder R\$ 1.000

Opção B – Uma perda certa de R\$ 500

Neste caso, 70% dos entrevistados preferiram a opção C. Ou seja, os indivíduos tendem a evitar riscos do domínio dos ganhos assegurando seus lucros, mas preferem arriscar quando acreditam que podem evitar perdas.

A assimetria de percepção de valor entre perdas e ganhos é um padrão de compor-

tamento reconhecido em diversas atividades, explicando inúmeras situações comuns, tais como: i) a vantagem do político incumbente – o eleitor tende a perceber a perda imposta por uma substituição desfavorável como pior do que o ganho de uma mudança favorável; ii) impasse nos processos de negociação – ambas as partes tendem a perceber que o custo daquilo que estariam cedendo seria maior do que o benefício que estariam recebendo em troca; iii) a tática da utilização dos 'preços sugeridos' no setor de varejo onde se procura mudar o ponto de referência do consumidor fazendo com que os preços de vendas sejam percebidos como economias, entre outras.

Em finanças, as aplicações também são diversas, como por exemplo, o chamado 'efeito disposição', que se manifesta na tendência para realizar ganhos e manter as perdas. Ou seja, vende-se a ação lucrativa a fim de garantir os ganhos e não se vende a ação com prejuízo 'apostando' que sua performance ainda deverá melhorar, o que reduziria o incômodo maior do prejuízo.

A aversão ao risco consegue explicar ainda um fato que intriga especialistas de finanças há muito tempo: o alto prêmio de risco no mercado de ações. O retorno histórico das ações acima da taxa de juros básica no mercado americano é da ordem de 7%^{aa}. Tendo em vista um horizonte de investimento de longo prazo, a teoria tradicional de alocação de ativos não consegue explicar um retorno tão elevado. K&T explicam o fenômeno lembrando que os eventuais retornos negativos das

(1) Este insight, embora importante, nada tem de original. Adam Smith já havia dito na Teoria dos Sentimentos Morais que "sofremos mais quando caímos de uma situação melhor para outra pior do que nos alegamos quando saímos de uma pior para outra melhor".

está longe do exotismo. Por exemplo, no período de doze meses findos em março de 2004, 45 fundos mútuos baseados nos Estados Unidos anunciaram um período de *'hard closing'*. Aqui no Brasil, outros tantos, principalmente *hedge funds*, também andaram noticiando a interrupção de captações. A explicação técnica é simples: ocorre que a gestão ativa de recursos é uma atividade tipicamente de retornos decrescentes de escala. Esta característica explica alguns sintomas de organização industrial deste mercado, como, por exemplo, a fragmentação do número de *players* e o fato de que estratégias bem sucedidas continuem ocupando reduzido *market-share* dentro do universo de recursos administrados.

Lembrando os fundamentos do conceito e aplicando a analogia na indústria de *asset management*, 'retornos decrescentes de escala' significa dizer que adições marginais na quantidade de insumos (carteira de ativos) produzem incrementos proporcionalmente menores no produto final (rentabilidade do fundo). Há limitações de escala, impostas, neste caso, pelas características da função de produção (estratégia de investimento). Ou seja, nossa filosofia de investimento fundamentalista, focada e seletiva sugere um tamanho ótimo de fundo, compatível com a oferta de ativos portadores dos atributos que buscamos em nosso processo de análise. Para além deste tamanho de patrimônio, ou bem deveríamos ser menos rigoroso/seletivo no processo de análise, ou bem seríamos menos eficientes no *trading*, isto é, na mecânica de compra e venda das

posições. Em ambos os casos, a resultante final seria uma menor rentabilidade do fundo.

A esta altura, devemos admitir que não possuímos um algoritmo que nos indique com precisão matemática qual o tamanho ótimo do Fundo, compatível com nosso estilo de investir. A experiência de gestão e o acompanhamento cotidiano do movimento dos ativos em nosso mercado de capitais foram os principais parâmetros que guiaram esta decisão. Mas se o algoritmo possui o atributo da exatidão, a subjetividade pode trazer o mérito da prudência. Talvez estejamos sendo conservadores, fechando o fundo aquém de seu tamanho 'ótimo', o que significa abrir mão de receita na qualidade de gestores. Mas o fato é que nossa decisão derivou de uma única e exclusiva motivação: a de preservar os interesses dos nossos cotistas.

Os mais céticos poderiam ainda imaginar que por trás de intenções genuínas residiria uma estratégia astuta de marketing. Fechar o fundo seria o aceno sutil da auto-competência, atraindo clientes para outros produtos da casa. Não é este o caso, pois, como bem sabem nossos cotistas, seguimos não oferecendo nenhum outro veículo 'aberto'. Também não temos intenção de alterar nossa estratégia de investimento (função de produção), o que significa dizer que a reabertura do fundo dependerá basicamente de alterações na quantidade/qualidade dos insumos, ou seja, nas condições do mercado vis-à-vis o tamanho da carteira, na ocasião. ■

mos um valor maior para nos 'desfazermos' do bem.

O efeito-patrimônio estaria por trás do fato de que, no mercado de ações, assim como no de imóveis, os volumes costumam ser menores nos movimentos de queda de preços do que nos ciclos de alta. Comportamento nada óbvio, pois considerações fiscais poderiam indicar o contrário. O efeito-patrimônio pode explicar também, ao menos em parte, a pouca liquidez do mercado de controle corporativo entre as empresas ditas familiares no Brasil. Quando a companhia é vista como uma mera extensão do patrimônio pessoal ou familiar, os preços demandados para uma venda do bloco de controle – quando existem – são totalmente descolados de qualquer avaliação econômico-financeira objetiva.

Outro elemento importante desta formulação é o fato da função-valor ser definida em termos de desvios em relação a um ponto de referência, que é determinado a partir da percepção subjetiva do indivíduo. Enquanto a teoria da utilidade esperada foca nos estados finais dos níveis de utilidade-riqueza, aqui o que importa são as alterações no valor percebido pelos indivíduos em relação aos seus estados iniciais de bem-estar. Repare no gráfico acima que o indivíduo colocará maior empenho para deslocar-se do ponto A para o ponto B do que no segmento BC, mesmo que o efeito monetário seja o mesmo (R\$ 500). Ou seja, para um mesmo nível de ganho final, a percepção de valor para o indivíduo varia em função do seu estado inicial, se ele estiver em A, 1.250, se ele partir de B, apenas 500.

Esta hipótese é compatível com os princípios básicos do nosso aparato de percepção e julgamento. Costumamos avaliar fenômenos físicos como temperatura, luz, som, tendo como referência nossa sensibilidade aos estados anteriores. Além disso, muitas de nossas percepções sensoriais apresentam uma função côncava com relação às alterações das magnitudes dos fenômenos físicos. Percebemos com maior facilidade uma mudança de temperatura de 15° C para 18° C do que de 30° C para 33° C. Em termos monetários isto também ocorre. A diferença de valor de R\$ 1 mil para R\$ 2 mil parece maior do que de R\$ 10 mil para R\$ 11 mil.

A análise do comportamento a partir de alterações em relação a um ponto de partida também é compatível com fenômeno físico-

ações fazem com que indivíduos aversos a risco comandem um prêmio maior nestes ativos. A explicação se completa com a participação de outro ingrediente psicológico: a contabilidade mental, ou o fato de os indivíduos tenderem a compactar seus horizontes de cálculo financeiro. Assim, mesmo investindo em ações, as pessoas tendem a medir seus desempenhos em prazos menores, a cada ano, por exemplo, o que as distrai de enxergar a performance de longo prazo. Daí que K&T te-

nham chamado este evento de 'aversão a risco miope'.

A TP explica também o chamado 'efeito-patrimônio', situação em que tendemos a valorizar mais o que é nosso. Diversos experimentos empíricos mostram que atribuímos um valor maior aos bens que incorporamos ao patrimônio próprio. Como consequência, o valor de venda destes ativos comanda um prêmio sobre o valor de mercado. Percebemos a venda como uma "perda" e, portanto, exigi-

lógico da homeostase. Através deste importante processo, o organismo humano consegue detectar e corrigir alterações sempre que o sistema se desloca de um determinado ponto de referência. A exemplo da TP, uma característica importante de muitos sistemas homeostáticos é o fato deles responderem a mudanças nos estímulos e não em seus níveis absolutos.

A TP também difere da teoria da utilidade esperada no que tange às probabilidades associadas aos chamados 'pesos decisórios', derivados da 'função-ponderação' sugerida por K&T. No mundo da utilidade esperada, os agentes decidem tendo como base as probabilidades conhecidas: 10% de probabilidade de determinado evento ocorrer é ponderado exatamente com um peso de 10% na tomada de decisão. Na teoria prospectiva, os 'pesos decisórios' não necessariamente correspondem às probabilidades. A TP postula que os indivíduos tendem a superestimar os eventos de baixa probabilidade e a subestimar aqueles de alta probabilidade.

Em outro exercício, K&T submeteram voluntários ao seguinte problema:

Opção A – Uma chance em mil de ganhar R\$ 5.000

Opção B – Um ganho certo de R\$ 5.

75% preferiram a alternativa A. Em seguida, duas outras alternativas foram apresentadas:

Opção C – Uma chance em mil de perder R\$ 5.000

Opção D – Uma perda certa de R\$ 5.

Neste caso, mais de 80% optaram pela alternativa D. Aqui houve uma inversão nas escolhas em relação ao exercício anterior. Agora, os indivíduos preferem arriscar no quadrante dos ganhos e tendem a evitar os riscos no domínio das perdas. K&T explicam este padrão de escolhas pela tendência dos indivíduos de superestimar as baixas probabilidades, o que costuma beneficiar a indústria de seguros, no caso das perdas, e as loterias, no caso dos ganhos. Em finanças, uma aplicação do conceito de 'pesos decisórios' pode ser dar na explicação do fenômeno conhecido com 'sorriso das opções'. Frequentemente, o gráfico da volatilidade implícita de uma opção em relação ao seu preço de exer-

cício apresenta o formato de curva em U, indicando que as opções muito *out-of-the-money* e muito *in-the-money* têm preços maiores, quando comparadas aos preços teóricos do modelo BS. Segundo a 'função ponderação', os investidores estariam superestimando a pequena probabilidade de que o preço da ação subjacente possa ultrapassar o preço de exercício e subestimando a alta probabilidade de que o preço da ação permaneça próximo ao do exercício.

A TP apresenta-se assim como modelo alternativo de descrição da tomada de decisão, conseguindo explicar e prever padrões de comportamento dos indivíduos, compatíveis com a realidade de suas escolhas e em harmonia com a mecânica do nosso aparato de percepção e julgamento.

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até dezembro de 2004

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	320,39%	143,01%	54,09%
36 meses	235,97%	143,46%	90,77%
24 meses	139,46%	132,35%	132,07%
12 meses	50,99%	29,29%	17,74%
3 meses	13,45%	15,95%	12,35%

Valordacotaem31/12/2004 = R\$ 86,29133538

Behavioral finance

Behavioral Economics é o nome dado ao enfoque de pesquisa que procura tratar as questões de economia através de fundamentos psicológicos mais realistas do que aqueles propostos pela teoria neoclássica tradicional baseada nos conceitos de maximização de utilidade, equilíbrio e eficiência. *Behavioral finance* (BF) é a aplicação deste programa de pesquisa na área de finanças. Os trabalhos da BF apresentam duas linhas de argumentos: i) os mercados apresentam 'limites para a arbitragem'; ii) os fenômenos financeiros podem ser melhor compreendidos através de modelos onde os agentes não são estritamente racionais.

Uma simples observação do dia-a-dia dos mercados reúne uma coleção de evidências pouco compatíveis com a teoria da eficiência. Tomemos, por exemplo, a idéia de arbitragem perfeita. A HME assegura que as eventuais distorções de preços serão instantaneamente corrigidas pelos agentes. Os mercados não apresentam 'fricções' e os preços deveriam refletir o 'valor intrínseco' ou 'fun-

damentalista' dos ativos. Deveria vigorar assim, por exemplo, a lei do preço único, onde ativos iguais devem ser negociados pelo mesmo preço, quaisquer que sejam os mercados. Na realidade, há diversas evidências de que isto não ocorre. Por exemplo, as chamadas 'ações gêmeas' (Royal Dutch e Shell), onde as empresas fundiram seus negócios e continuaram negociando em mercados separados em preços diferentes das relações de troca originais. É o caso também dos 'equity carve outs' (3Com/Palm), quando uma empresa abre o capital de uma parte de seu negócio, só que este acaba sendo negociado a um prêmio muito expressivo, ou ainda das 'holdings não-operacionais' (Itaúsa), que costumam ser negociadas a desconto do somatório do valor dos ativos controlados, entre outros. Ou seja, o mercado apresenta amiúde distorções de preços duradouras. No mundo real, há diversos fatores que tornam a atividade de arbitragem arriscada, como custos de transação, de aprendizagem e de execução. Entre os principais riscos de execução, estão os de fundamentos, de horizonte de tempo, de necessidade de margem, de resgate inesperado, de crise de liquidez, entre outros. Na prática, são muitos os limites para a arbitragem. Ao contrário do que afirma a HME, as distorções dos mercados podem perdurar.

Os adeptos da BF procuram relaxar a hipótese de racionalidade extrema celebrada na HME admitindo que os indivíduos padecem de limitações cognitivas e sofrem influências de elementos psicológicos e comportamentais em seus processos de formação de julgamentos, principalmente quando as escolhas envolvem incerteza. Dado o espectro infinito e aleatório da capacidade de julgamento humana, os integrantes do BF não pretendem formular uma teoria normativa do processo decisório. Preferem, a partir das evidências dos experimentos empíricos, propor uma teoria descritiva da escolha humana. O caminho, portanto, é inverso ao da teoria da utilidade esperada.

A partir de diversos experimentos e de vasta observação controlada, K&T – e a tradição de pesquisadores que segue este programa de investigação – concluíram que os indivíduos violam de maneira recorrente e siste-

mática os princípios lógicos determinados pela teoria de utilidade esperada. Tais desvios podem ser provocados por limitações de natureza cognitiva, por ruídos no processamento das informações, por influências de ingredientes emocionais ou por interferências do contexto social.

Diante de tarefas de natureza complexa que envolvem avaliações de probabilidades e previsões acerca de valores futuros, costumamos utilizar determinadas *heurísticas* – regras mentais que simplificam o processo de decisão. Estas ‘regras de bolso’ nos são extremamente úteis, pois agilizam o processamento das informações, focando naquilo que costuma ser relevante/urgente para a tomada de decisão. Na grande maioria das vezes, as heu-

rísticas funcionam sem qualquer perda de qualidade decisória. Entretanto, algumas vezes, estas simplificações nos levam a inconsistências ou vieses. O fato a ressaltar no trabalho destes pesquisadores é a descoberta de que estas incongruências ou lacunas cognitivas são persistentes e previsíveis, gerando padrões de comportamento que podem ser compreendidos pela teoria.

Nossas limitações cognitivas afetam o processo de tomada de decisão produzindo erros na interpretação/percepção dos fenômenos, na formação das nossas preferências ou no processo de decisão propriamente dito. Tais deslizes não são privilégio de poucos. Todos nós estamos sujeitos a estas falhas. Há um grande número de estudos empíricos recolhen-

do evidências de vieses heurísticos em decisões de profissionais e especialistas de diversas disciplinas, entre elas, medicina, direito, ciência política, economia e finanças.

Munidos deste equipamento mais conceitual, tornamo-nos capazes de apresentar na próxima Carta alguns dos vieses heurísticos mais comuns do nosso processo de julgamento e que estão mais próximos de nossas observações como gestores de investimentos no mercado brasileiro. Veremos que estes *insights* da psicologia permeiam decisões e atitudes de diversos agentes contribuindo para explicar alguns fenômenos observados no mercado de ações e no ambiente corporativo.

Rio de Janeiro, 5 de maio de 2005.

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	1001,24	-	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

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 243.293.666,80

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

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