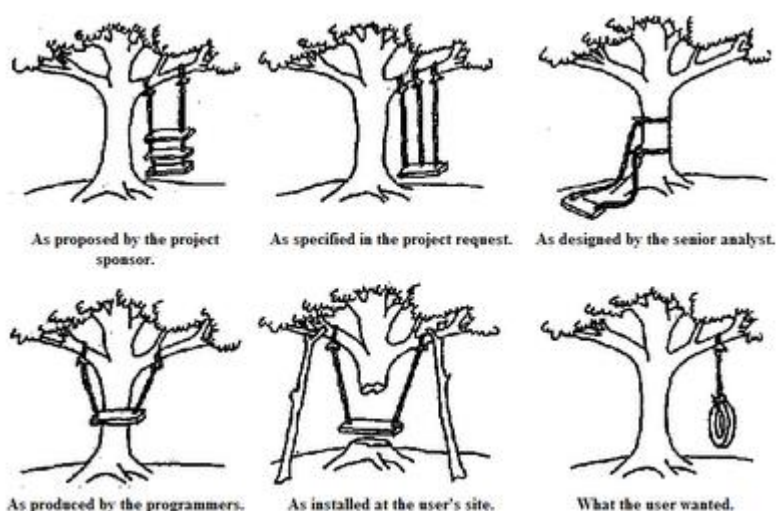


4ª Carta Semestral – Módulo Capital

A **Módulo Capital** é uma gestora independente com estratégia de investimento majoritariamente em ações. De uma maneira simples e disciplinada, o nosso objetivo é buscar a continuidade da filosofia de investimento utilizada em nossas trajetórias anteriores. Com o acúmulo de experiência, esperamos nos aperfeiçoar continuamente.

“Se em tudo o mais forem idênticas as várias explicações de um fenômeno, a mais simples é a melhor.”¹

O ano de 2016 começou com o agravamento da crise política do ano passado. Com a grande valorização dos preços dos ativos nos meses subsequentes, em virtude da alta do preço de algumas commodities, do adiamento da alta de juros dos EUA e de uma importante reversão no cenário político local, nos deparamos com o difícil desafio de continuar encontrando empresas com bom risco-retorno sem cair nas usuais armadilhas do mercado financeiro. Alguns desses dilemas já foram abordados nas cartas anteriores, mas outros merecem linhas de discussão.



O princípio da Navalha de Ockham afirma que quando várias hipóteses competem para explicar um dado fenômeno, a que tem o menor número de suposições deve ser usada. Vários outros filósofos, contemporâneos a William de Ockham fizeram afirmações que não devem ser vistas como contrárias ao princípio, mas servem como um alerta de que as explicações mais complexas não podem ser refutadas em qualquer situação.

Casos complexos normalmente possuem muitas variáveis, necessitando uma alocação de tempo maior para entender os fatores mais importantes para o sucesso do investimento. Já os casos simples costumam ser movidos por poucos fatores principais, que explicam o grosso do retorno do investimento. Assim, mesmo que às vezes ocorram

1 – Frase atribuída a William de Ockham (1285 - 1349)

potenciais retornos maiores em situações mais complicadas, os casos simples costumam ser uma melhor escolha para a nossa alocação de tempo. É preciso dizer, contudo, que os casos simples exigem atenção, pois quando adotamos esse tipo de pensamento, corremos o risco de simplificar demais, podendo não estar atentos, ou dar pouca importância a fatores cruciais ao sucesso do investimento. Sempre existem informações marginais – muitas vezes difíceis de descobrir – que podem ajudar na compreensão do investimento. Em muitos dos casos, acreditamos que essas informações adicionais têm o efeito natural de nos fazer valorizá-las mais do que o justificado por seu impacto na empresa (um exemplo de *effort justification bias*). Nesses momentos, pode surgir um evento aparentemente incognoscível e nos levar de surpresa.

*Effort Justification Bias*²

Effort Justification Bias descreve a tendência para atribuir mais valor a algo em que investimos mais esforço do que a algo que conseguimos mais facilmente. Esse conceito é bastante explorado na literatura que referencia o *IKEA effect*.

Imagine que existem duas mesas relativamente semelhantes, mas só há espaço para uma. Uma mesa foi comprada pronta e a outra teve que ser montada pelo comprador. Experimentos mostram que o indivíduo seria mais relutante em se desfazer da mesa que ele mesmo montou do que da outra mesa, igual, porém vinda pronta. Essa mesa necessitou tempo e esforço para montagem e, como resultado, um valor mais elevado para a mesa foi atribuído. Esta relação emocional pode, inadvertidamente, dificultar a decisão objetiva sobre qual mesa deveria ser mantida (baseado nas métricas mais racionais de tamanho, função e condição).

Diferentemente de outras áreas, a avaliação econômica de uma empresa não pode ser considerada uma ciência exata. É difícil saber em que ponto se deve parar de tentar colocar variáveis nos modelos para se chegar no preço justo da ação. O sonho de todo analista seria o de conseguir saber, com exatidão, se com a inclusão de certa variável no modelo estaria aumentando o poder preditivo ou não. Até que ponto devemos buscar os mínimos detalhes nas análises feitas sobre o valor justo das empresas analisadas? Será que muitas vezes, de tanto nos debruçarmos sobre os casos analisados, não nos perdemos em detalhes que acabam por nos desvirtuar na decisão final de investir ou não na empresa analisada?

Será que gastamos muito do nosso tempo com informações que, no final das contas, não aumentam o nosso poder preditivo das características daquele negócio? Às vezes, damos muita importância para variáveis que se provam ser quase irrelevantes na análise da empresa. Até que ponto a ignorância sobre certas informações não nos ajuda a tomar

² – Elaborado a partir de NORTON, N., MOCHON, D., and ARIELY, D.: "The IKEA Effect: When Labor leads to Love", Harvard Business School, 2011.

decisões mais acertadas, ou pelo menos alocar nosso tempo de uma maneira mais eficiente?

O mundo é um sistema complexo, assim como os mercados de ativos financeiros. Logo, uma das primeiras noções que investidores têm é de que seria necessário algo igualmente complexo para se proteger. A ideia de que simplicidade pode ser uma estratégia vencedora também encontra resistência psicológica em muitos profissionais de investimento. Se o trabalho pode ser simples, por que somos necessários?

Um processo de investimento de redução dos detalhes menos relevantes é a base de muitos dos investimentos vencedores por vários dos gestores mais bem-sucedidos. O poder de síntese, de destilar as variáveis de um caso em alguns temas relevantes, é uma ferramenta poderosa na seleção e entendimento de investimentos. Esse poder só pode ser adquirido com experiência, bom senso e reflexão, e não vem com o consumo constante de ruído.

No ano de 1802, o Imperador Napoleão estava no Castelo de Malmaison, pronto para receber o físico-matemático Pierre-Simon Laplace e sua obra recém-concluída, 'Mecânica Celeste'. Neste livro, Laplace explicou a formação do sistema solar pela primeira vez e modelou exatamente como funcionavam os planetas. A despeito da sua brutalidade e experiência no campo de batalha, Napoleão era sofisticado e um entusiasta das artes e das ciências. Ele é intelectualmente curioso.

"Diga-me, Monsieur Laplace, como é que o sistema solar surgiu?"

"Uma cadeia de causas naturais seria responsável pela construção e preservação do sistema celestial", explica Laplace.

"Mas você não menciona Deus ou a sua intervenção, mesmo uma vez, como Newton fez?"

"Eu não tinha necessidade dessa hipótese."

Cem anos antes, Sir Isaac Newton tinha criado um modelo celestial de sua autoria. Nela, ele supôs que as órbitas planetárias estavam fora de controle e não estáveis, e que um Deus era necessário para explicar o seu curso. Laplace foi mais longe do que Newton, mostrando que "ele funciona sem isso, também."³

³ – História atribuída a Antommarchi, Francesco, 1825, "Derniers momens de Napoléon, ou, Complément du Mémorial de Ste-Hélène:

“É mais fácil explicar que uma ação está barata do que argumentar que uma empresa é ótima.”⁴

Perspectivas:

Após quase 30 meses de início do nosso fundo, nós nos deparamos com um cenário político que mostra uma luz no fim do túnel. Os números de atividade e de emprego são cada vez piores, mas a esperança por dias melhores levou a bolsa a patamares inimagináveis no início do ano.

Com os resultados dos últimos trimestres e, em particular dos próximos, em uma tendência de piora relativa aos últimos anos, é natural que ao modelar um fluxo de caixa encontremos duas saídas para justificar os preços dos ativos: (i) a inserção de novas variáveis nos modelos, que nem os executivos e empreendedores levam em consideração (provavelmente porque de fato não têm relevância) ou (ii) encontrar cada vez mais valor na perpetuidade de um fluxo de caixa. Os problemas da primeira alternativa já foram discutidos. A segunda alternativa apresenta seus próprios desafios.

Como medida para mitigar o risco de menor entendimento das características do business no longo prazo, procuramos, ao longo dos últimos meses, investir em setores mais protegidos. Raia Drogasil, maior rede de farmácias do Brasil, é um exemplo claro de investimento que reúne algumas características que nos dão conforto em relação ao seu valor na perpetuidade: i) resiliência: medicamentos, que representam 70% das vendas, são produtos relativamente inelásticos e extremamente necessários para qualquer população; ii) bônus demográfico: consistindo em aumento exponencial do número de pessoas acima de 65 anos até 2050; iii) boa execução: *management* alinhado e diligente; iv) barreira à entrada: com mais de 1200 farmácias espalhadas pelo Brasil e expandindo aceleradamente, a empresa conseguiu criar uma rede de distribuição tão robusta que, mesmo com uma mudança de modelo de compra de medicamentos no Brasil (planos de saúde passem a fornecer medicamentos, como nos EUA), ela, ainda assim, terá todas as condições de seguir sendo a consolidadora do setor e v) escala: proporciona melhor condição de compra e relacionamento com a indústria farmacêutica. Como todos esses elementos, nós nos sentimos confortáveis, à época, em investir na empresa, mesmo com um múltiplo de curto prazo alto.

Encontrar empresas com essas características e com taxas internas de retornos atrativas tem sido uma tarefa cada vez mais difícil dada a, cada vez menor, quantidade de empresas listadas, o que nos faz ficar ainda mais diligentes na seleção dos ativos da carteira, aguardando, o tempo que for necessário, novas oportunidades surgirem.

⁴ – EIDE, T. CUNNINGHAM, L. HARGREAVES, P.: “Quality Investing: Owning the best companies for the long term”, Harriman House, 2016.

		MTD*	YTD	ITD**
Módulo I FIC FIA	Rentabilidade	-2,2%	12,1%	14,4%
	Volatilidade Anualizada	7,7%	12,6%	12,7%
IBX-100	Rentabilidade	-9,4%	10,6%	-5,4%
	Volatilidade Anualizada	21,2%	30,3%	24,3%
Ibov	Rentabilidade	-10,1%	11,8%	-6,1%
	Volatilidade Anualizada	22,2%	32,1%	25,7%

*Última data de referência 31/05/2016; **Início do fundo 19/12/2013

MÓDULO I FIC FIA

Maio 2016

Objetivo: Fundo de ações com objetivo de proporcionar aos seus cotistas retornos reais superiores ao custo de oportunidade local no longo prazo.

Público Alvo: Investidores Qualificados, classificados de acordo com a regulamentação vigente.

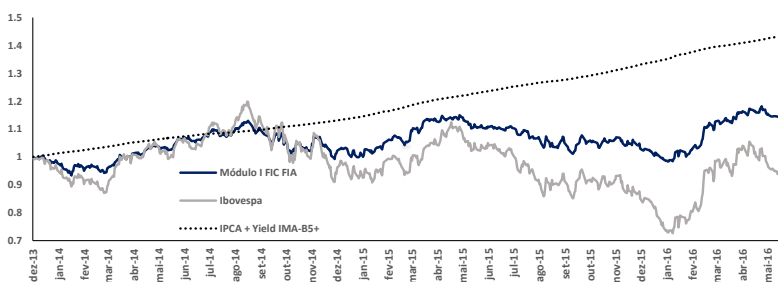
Classificação ANBIMA: Ações Livre

Histórico de Retornos

		Jan	Feb	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez ¹	Ano	Acum
2013	Módulo I FIC FIA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.4%	0.4%	0.4%
	IPCA + Yield IMA-B5+ Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.2%	-0.2%	-0.2%
2014	Módulo I FIC FIA	-5.4%	1.8%	2.7%	1.6%	1.5%	3.3%	1.7%	4.6%	-5.9%	-0.4%	1.7%	-3.9%	2.6%	3.0%
	IPCA + Yield IMA-B5+ Ibovespa	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	1.1%	0.9%	1.2%	13.1%	13.7%
		-7.5%	-1.1%	7.1%	2.4%	-0.8%	3.8%	5.0%	9.8%	-11.7%	0.9%	0.2%	-8.6%	-2.9%	-3.1%
2015	Módulo I FIC FIA	-1.1%	6.2%	2.7%	2.8%	-2.9%	0.0%	-0.5%	-4.1%	-2.9%	1.1%	0.8%	-1.9%	-0.9%	2.1%
	IPCA + Yield IMA-B5+ Ibovespa	1.5%	1.5%	2.0%	1.5%	1.1%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	1.3%	1.4%	1.7%	17.9%	34.0%
		-6.2%	10.0%	-0.8%	9.9%	-6.2%	0.6%	-4.2%	-8.3%	-3.4%	1.8%	-1.6%	-3.9%	-13.3%	-16.0%
2016	Módulo I FIC FIA	-0.4%	2.6%	8.2%	3.6%	-2.2%	-	-	-	-	-	-	-	12.1%	14.4%
	IPCA + Yield IMA-B5+ Ibovespa	1.5%	1.6%	1.3%	1.0%	1.2%	-	-	-	-	-	-	-	6.9%	43.1%
		-6.8%	5.9%	17.0%	7.7%	-10.1%	-	-	-	-	-	-	-	11.8%	-6.1%

1. O fundo teve início em 19/12/13

Rentabilidade x Indexadores



Dados Estatísticos

	Desde o Início
Volatilidade anualizada	12.7%
Volatilidade Ibovespa anualizada	25.7%

Cota e Patrimônio (R\$)

Valor da Cota	1.143632
PL Atual	55mm
PL Médio (12 meses)	53mm

Exposição de Ações por Setor (% do PL)

Setores	% PL
Bens de Capital	2.6%
Commodities	0.8%
Consumo e Varejo	7.6%
Alimentos e Bebidas	2.2%
Educação	4.2%
Financeiros Diversos	24.7%
Imobiliário e Shoppings	5.3%
Petróleo e Gás	0.0%
Saúde	0.0%
Tecnologia e Telecomunicações	0.0%
Utilidades Públicas	13.1%
Outros	1.8%
Caixa	37.8%
Total	100%

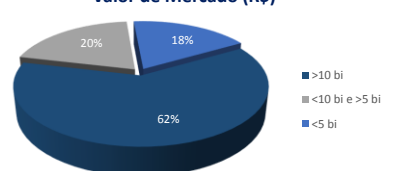
Concentração da Carteira

	% PL
Top 5 Posições	37.4%
Top 10 Posições	51.0%

Liquidez da Carteira



Valor de Mercado (R\$)



Informações Gerais

Início:	19/12/2013
Aplicação Inicial Mínima:	R\$50.000,00
Movimentação Mínima:	R\$10.000,00
Saldo Mínimo:	R\$50.000,00
Cota de Aplicação:	D+1
Horário de Movimentação:	15:30
Resgate:	Cotização em D+30 sem taxa de saída ou em D+1 com taxa de saída de 10%.
Liquidação:	3º dia útil após conversão de cotas.

Taxa de Administração:	2.0% ² ao ano sobre o patrimônio líquido do fundo.
Taxa de Performance:	10% sobre a rentabilidade que exceder o retorno do IPCA + Yield IMA-B 5+ ³ .
Tributação:	15% sobre o ganho nominal no resgate.
Fundo:	Módulo I FIC FIA (CNPJ: 19.186.860/0001-90).
Gestora:	Módulo Capital Gestão de Recursos Ltda.
Administrador:	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM. Praia de Botafogo, 501, 5ª (parte), Torre Corcovado, Botafogo, CEP: 22250-040. CNPJ: 59.281.253/0001-23
Custodiante:	Banco BTG Pactual S.A.
Auditor:	Ernst & Young Terco Auditores Independentes.

2. Taxa de administração máxima de 2,35% ao ano, considerando as taxas dos fundos investidos.

3. O Yield do IMA-B 5+ será definido como a média das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ (títulos com prazo para o vencimento igual ou superior a cinco anos), ponderadas pelo peso no próprio índice, divulgadas mensalmente pela ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, em seu website no endereço <http://www.anbima.com.br/ima/ima.asp>

Este documento tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Módulo Capital Gestão de Recursos Ltda., não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na regulamentação vigente ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. A Módulo Capital Gestão de Recursos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento antes de aplicar os seus recursos. Os investidores não devem se basear nas informações aqui contidas sem buscar o aconselhamento de um profissional. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxas de saída. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Nos fundos geridos pela Módulo Capital Gestão de Recursos Ltda. a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Módulo Capital Gestão de Recursos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior, conforme descrito em seu regulamento.