

1ª 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 nossa filosofia de investimento utilizada em nossas trajetórias anteriores. Com o acúmulo de experiência, esperamos nos aperfeiçoar continuamente.

“Não há assunto tão velho que não se possa ser dito algo de novo sobre ele.”¹

Neste primeiro Relatório Semestral da **Módulo Capital**, inauguramos esse espaço abordando alguns dos dilemas psicológicos na tomada de decisão de investimentos, como tentações para ganhos de curto prazo, entre outros erros comuns que tentamos evitar, e como devemos nos comportar diante deles.

No mercado de ações há uma crença comum em que o comportamento dos participantes é marcado pelos sentimentos do medo e da ganância, geralmente atuando em circunstâncias opostas. Isto acontece porque previsões sobre o futuro podem ser tendenciosas, ao contrário do que indicaria a linha mais tradicional de finanças, e, conseqüentemente, simples decisões de investimento potencialmente violam algumas das principais leis de aversão a risco, principalmente quando a emoção estiver envolvida no processo de decisão.

O campo de finanças comportamentais é bastante extenso e está repleto de exemplos de que investidores não pensam apenas na relação ‘Risco x Retorno’, e podem acabar desviando para decisões inconsistentes. Nesse campo, há inúmeros artigos já publicados com maior grau de profundidade, mas, ainda assim, podemos citar alguns exemplos simples que ilustram casos típicos de um comportamento menos racional.

No artigo intitulado **“Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”²** dos pesquisadores Kahneman e Tversky, os autores investigam através de pesquisas de opinião, qual a postura que os entrevistados adotam diante de diversas situações. Todas elas envolvem uma escolha entre duas opções que apresentam diferentes níveis de risco. No primeiro exemplo dado, os entrevistados devem responder se preferem receber uma quantia fixa de 3.000, ou se submeter a um sorteio no qual tem 80% de probabilidade de ganhar 4.000 e 20% de probabilidade de não ganhar nada. Neste exemplo a maioria (80% dos entrevistados) prefere receber a quantia fixa, ainda que o valor esperado da segunda proposta seja maior (3.200). Este é o clássico exemplo que demonstra o fato estilizado embutido em quase todos os modelos econômicos, segundo o qual os seres humanos são naturalmente avessos ao risco.

No entanto, os autores fazem outras perguntas aos entrevistados que desmentem essa crença, mostrando situações em que as pessoas passam a ser “amantes ao risco”. A primeira delas é uma situação derivada deste exemplo, na qual as probabilidades anteriores são divididas por 4, ou seja, a pessoa pode optar:

1 - Fiodor Dostoiévski

2 - KAHNEMAN, D., AND A. TVERSKY: “Prospect Theory: Analysis of Decision under Risk,” *Econometrica*, 47 (2), 1979, 263-292.

por um prêmio de 3.000 com probabilidade de 25% (ou zero com probabilidade 75%), ou por um prêmio de 4.000 com probabilidade de 20% (ou zero com probabilidade de 80%). Neste caso as pessoas passam a optar majoritariamente (65% dos entrevistados) pela segunda opção, a mais arriscada. Mas não podemos dizer que há uma irracionalidade, apenas uma mudança na preferência ou aversão pelo risco, dadas as mudanças nas probabilidades.

Esse fenômeno é o que os autores chamam de “Efeito Certeza”, que ocorre quando algum cenário oferece alguma saída com uma probabilidade muito próxima de 100%. Neste caso, as pessoas tendem a exagerar a qualidade (boa ou ruim) daquele resultado. Apesar de neste exemplo, esse efeito causar uma aversão maior ao risco, veremos a seguir que ele também pode ter consequências indesejadas.

Outra situação que também gerou comportamento de interesse por risco foi no caso de as propostas envolverem perdas em vez de ganhos; ou seja, quando as opções são entre um prejuízo garantido de 3.000 ou um sorteio que possa gerar um prejuízo de 4.000 com probabilidade de 80% ou nenhum prejuízo com probabilidade de 20%. Neste caso, as pessoas em maioria ainda mais expressiva (92% dos entrevistados) preferem a segunda opção. Com este exemplo podemos afirmar que há uma irracionalidade, uma vez que as pessoas preferiram uma opção que simultaneamente aumenta o risco e piora a expectativa de retorno. Neste exemplo, o “Efeito Certeza” se manifesta no sentido de fazer as pessoas exagerarem o quão desagradável seria o prejuízo certo, e aceitarem uma condição ainda mais desfavorável, na esperança de evitá-lo (trocando uma perda menor e certa por uma perda esperada, porém maior). Este comportamento é conhecido como aversão a perda.

Curiosamente, este exemplo se mostra bastante parecido com uma situação recorrente entre agentes atuando no mercado. Não raramente ocorre que, uma vez que uma posição em um determinado ativo é montada, o valor deste ativo se desloca consideravelmente em direção desfavorável, causando grande prejuízo, ainda que não realizado. Surge então para o agente um dilema entre realizar a perda já ocorrida e evitar perdas ainda maiores, ou esperar que o preço eventualmente convirja de volta a valores que venham a reverter o prejuízo. Frequentemente vemos a segunda abordagem ser escolhida, e julgamos que isso seja irracional. Sabemos que é impossível ficar totalmente imune a esse tipo de comportamento mas é nosso dever evitar ao máximo que ele ocorra.

Pensamos que diante de tal dilema, devemos tomar uma das duas seguintes atitudes: reconhecer que estávamos errados em nossas convicções a respeito do ativo em questão e zerar (ou diminuir) a posição; ou identificar que é o mercado que está sendo irracional e, neste caso, dado o aumento no valor esperado, aumentarmos a posição neste ativo (o que, se não for feito, revela que estávamos anteriormente excessivamente posicionados).

Em outras ocasiões, um excesso de otimismo e confiança nas projeções é um comportamento que pode estar presente em qualquer análise e que tentamos encarar com ceticismo. Muitas vezes, uma quantidade exagerada de informação, sem necessariamente incrementar a precisão da análise, ou uma maior familiaridade e envolvimento com o

tema, pode ilustrar situações de “ilusão de conhecimento e controle”³. Hoje em dia, a quantidade de informação disponível sobre cada empresa é muito grande. A “arte” da gestão de recursos é saber como usar essas informações e convertê-las em decisão de investimento. Nesse processo, humildade intelectual (ou seja, reconhecer áreas de menor conhecimento), admitir erros e continuamente buscar uma melhor preparação, é fundamental.

A história da Módulo começa com sócios com total alinhamento de interesses e investindo uma parte significativa do seu próprio patrimônio nos mesmos veículos e condições de nossos clientes. Para alguns pode soar como um *clichê* da indústria, mas esse alinhamento mais que nos obriga a zelar pela qualidade de nossas escolhas e minimizar grandes erros. Por isso e por outras razões, os temas expostos acima recebem a devida atenção.

“Um atalho é sempre a distância mais longa entre dois pontos”⁴

Um outro comportamento que julgamos necessário evitar é gerado pela situação oposta ao “Efeito Certeza”. Voltando aos experimentos citados acima, quando solicitados a escolher entre propostas de ganhar 6.000 com 45% de chance, ou ganhar 3.000 com 90% de chance, os entrevistados preferem a segunda alternativa. Este comportamento é esperado, uma vez que esta é uma proposta com igual valor esperado e menor risco. Mas quando as propostas são alteradas para um ganho de 6.000 com 0,1% de chance ou um ganho de 3.000 com 0,2% de chance, a escolha se inverte e os entrevistados passaram a preferir a primeira proposta, a mais arriscada. Chamamos esse fenômeno de “Efeito Loteria”, que seria o oposto do “Efeito Certeza”. Neste caso, as pessoas tendem a considerar os dois prêmios igualmente improváveis e passam a preferir o caminho que levará ao maior retorno em caso de sucesso, ainda que mais incerto e principalmente com a metade das chances de sucesso.

No dia-a-dia do mercado financeiro, frequentemente nos deparamos com situações onde pode haver ganhos significativos, ainda que com probabilidades não tão pequenas, em que agentes de mercado também são tentados a cortar caminho na esperança de melhorar resultados de curto prazo. Geralmente, isso ocorre quando o preço de ativos negociados deixa de refletir seus fundamentos e passa a ser determinado majoritariamente por probabilidades de resultados de cenários binários. Vemos isso com frequência no caso de fusões e aquisições, decisões regulatórias e legais, ou resultados eleitorais. Embora isso não seja propriamente uma irracionalidade do mercado, julgamos incompatível com a nossa abordagem de investimento fazer esse tipo de aposta, principalmente em casos em que não temos diferencial.

3- John R. Nofsinger, em seu livro “The Psychology of Investing” define consequências de excesso de confiança como pessoas superestimarem seus conhecimentos, subestimarem os riscos e exagerarem na capacidade de controlar os eventos. Uma de suas causas seria a Ilusão de Conhecimento que é a crença de que a precisão de uma estimativa aumenta com o acúmulo de mais informação, apesar de confiança e precisão não aumentarem necessariamente na mesma velocidade. Outro importante fator psicológico seria a ilusão de controle, quando pessoas acreditam possuir influência sobre os resultados de eventos que não estão sob seu controle, devido a fatores externos como ser o responsável pela escolha, familiaridade, disponibilidade de informação e nível de participação ativa.

4- Lei de Murphy

Nos 8 primeiros meses de lançamento do Módulo I FIC FIA, adotamos uma estratégia conservadora. Acreditamos estar diante de um cenário muito incerto, tanto no Brasil quanto no resto do mundo. Em alguns ativos, não é estranho enxergar performances binárias de acordo com os eventos dos próximos meses. Este comportamento já é tão notório na bolsa brasileira, que chegamos a receber relatórios de analistas de bancos que, por vezes, apresentam não apenas um preço-alvo para a ação, mas dois, um para cada possível desfecho da eleição, e sempre com diferenças expressivas entre os dois.

Sobre este tema específico, somos, antes de tudo, uma casa especializada em análise fundamentalista de empresas. Por isso, julgamos não ter um grande diferencial em tais análises que justifique grandes apostas. Desta forma, decidimos não nos nortear pelo resultado da eleição, o que não significa que não estejamos atentos às probabilidades para o futuro próximo.

Diante do quadro atual, encaramos a disputa eleitoral para Presidente como um evento aleatório, que pode apresentar probabilidades não muito distintas, tal qual um 'cara-coroa'. Por mais que tenhamos cumprido com nosso dever fiduciário, incluindo em nossa rotina interações sobre o cenário político, essas análises só nos mostram que nem mesmo os maiores especialistas no assunto poderiam alterar a nossa visão de estarmos diante de uma "bola dividida". Decidimos portanto não nos dedicar à análise em modelos preditivos da tendência eleitoral, e ao invés, seguir orientados em nossa estratégia fundamentalista.

Mesmo em um jogo de 'cara-coroa', haverá vencedores e perdedores. Em situações de mesma probabilidade, onde há interferência de informações e conhecimento, o vencedor ao final do jogo leva o mérito da vitória, mas nem sempre realizando uma interpretação correta do risco percorrido até lá.

Nesses cenários de pouca certeza e probabilidades parecidas, o mais comum é encontrar comportamentos menos racionais e que estarão presentes tanto no lado vencedor quanto no lado perdedor, de forma que os erros se tornam apenas má sorte ao passo que acertos se tornam habilidade e competência. As crenças individuais são mutantes para se adaptar às decisões que já foram tomadas no passado. Em análises *a posteriori*, seja qual for o resultado, haverá sempre um lado para dizer que já o tinha previsto em seu último relatório.

Com todos os ingredientes acima, esperamos ser capazes de gerar resultados acima da média no longo prazo, evitando as armadilhas que possam nos levar a expectativas de ganhos muito altos no curto prazo. Frente a uma situação onde pode haver ganhos significativos, alguns investidores podem optar por um atalho, aquele que levará ao caminho do sucesso mais rápido, mas esquecem que esta estratégia pode sair cara.

MÓDULO I FIC FIA

Julho 2014

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, assim definidos na Instrução CVM 409/2004.

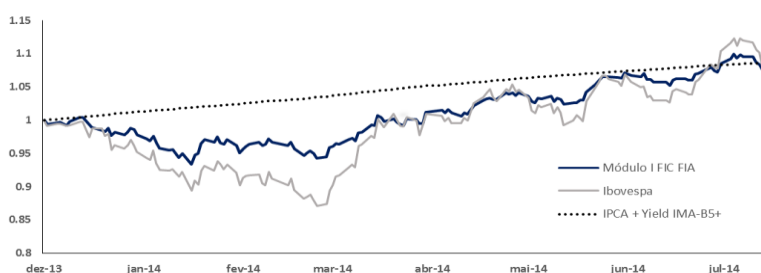
Classificação ANBIMA: Ações Livre

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+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-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%	-	-	-	-	-	7.1%	7.5%
	IPCA + Yield IMA-B5+	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	-	-	-	-	-	8.1%	8.6%
	Ibovespa	-7.5%	-1.1%	7.1%	2.4%	-0.8%	3.8%	5.0%	-	-	-	-	-	8.4%	8.1%

1. O fundo teve início em 19/12/13

Rentabilidade x Indexadores



Dados Estatísticos

	Desde o Início
Volatilidade anualizada	10.1%
Volatilidade Ibovespa anualizada	19.0%

Cota e Patrimônio (R\$)

Valor da Cota	1.075245
PL Atual	50mm
PL Médio (12 meses)	32mm

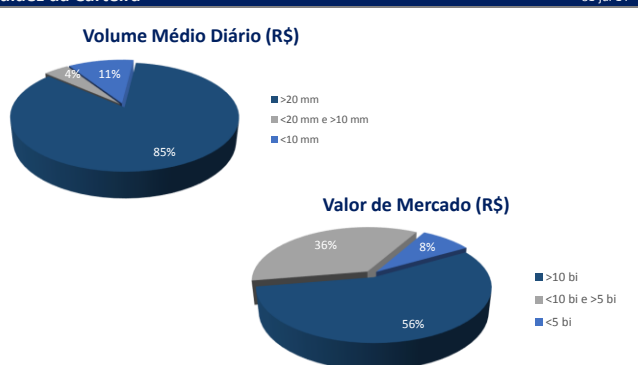
Exposição de Ações por Setor (% do PL)

Setores	% PL
Bens de Capital	0.0%
Commodities	9.0%
Consumo e Varejo	6.9%
Alimentos e Bebidas	4.5%
Educação	3.2%
Financeiros Diversos	23.6%
Imobiliário e Shoppings	13.0%
Saúde	0.0%
Tecnologia e Telecomunicações	0.0%
Utilidades Públicas	7.2%
Outros	1.9%
Caixa	30.63%
Total	100.0%
Moedas	5.9%

Concentração da Carteira

	% PL
Top 5 Posições	32.7%
Top 10 Posições	48.6%

Liquidez da Carteira



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 Instrução CVM 409 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. Os fundos da Módulo Capital Gestão de Recursos Ltda. têm menos de 12 meses. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. 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.