

2ª Carta Semestral – Módulo Capital

A **Módulo Capital** é uma gestora independente com estratégia de investimento majoritariamente em ações. Neste segundo Relatório Semestral, sem que nos prolonguemos muito, abordaremos mais uma vez alguns aspectos e crenças (ou a falta de) que estão presentes em nossa abordagem na criação e gestão do produto.

Durante os primeiros 16 meses do Módulo I FIC FIA, o fundo atingiu uma performance de 13,1% com uma volatilidade de 13,2% construído através de uma estratégia conservadora, comparado com o resultado de 7,6% do IBX-100 com uma volatilidade de 23,2%, e 7,2% do Ibovespa com uma volatilidade de 24,5%. Ainda que o resultado possa ser considerado satisfatório diante do grau de incertezas no período, consideramos o prazo curto para que qualquer análise possa ser feita.

		MTD*	YTD	ITD**
Módulo I FIC FIA	Rentabilidade	2,4%	9,8%	13,1%
	Volatilidade Anualizada	10,3%	12,7%	13,2%
IBX-100	Rentabilidade	7,5%	10,1%	7,6%
	Volatilidade Anualizada	17,2%	21,5%	23,2%
Ibov	Rentabilidade	8,2%	10,6%	7,2%
	Volatilidade Anualizada	17,8%	22,7%	24,5%

*última data de referência 29/04/2015; ** início do fundo: 19/12/2013

“Um erro capital é desenvolver a teoria antes de se obter os dados.”¹

Até o momento, o nosso portfólio foi menos volátil que o índice de ações, mas o grande desafio é como conciliar um risco inferior com um excedente de retorno em um prazo extenso. Ao longo do 1º Trimestre de 2015 atingimos em nosso portfólio o maior número de posições desde que o fundo foi lançado. Embora o número de empresas investidas estivesse temporariamente acima do que imaginamos ser o curso normal, e que de fato já houve uma redução, na Módulo não nos restringiremos a deter uma faixa fixa de concentração. Ainda que nossa filosofia voltada para uma análise individual dos negócios investidos requeira uma concentração maior que o mercado, somos avessos a uma concentração exagerada do risco. Isto porque, mesmo as melhores ideias estarão sempre sujeitas a se tornarem grandes erros, ou a se distanciar de nosso cenário por um tempo mais longo do que o esperado, comprometendo os resultados.

Quanto maior for a margem de segurança, teoricamente maior seria a convicção para concentração (menos diversificação) e vice-versa. Intrinsecamente a margem de segurança já funciona como uma medida de proteção e diminui o risco. No entanto, também encaramos a margem de segurança com certo ceticismo durante a determinação de um portfólio adequadamente diversificado.

Apesar dessa crença parecer contraditória, um dos principais motivos que gostamos de destacar é que **um excesso de otimismo, confiança nas projeções, e quantidade exagerada de dados deve ser contrastada pela incapacidade de julgar se existem informações que desconhecemos (por exemplo, aquelas que se perdem ao longo da**

1 – Sir Arthur Conan Doyle, escritor e médico britânico, famoso por suas 60 histórias sobre o detetive Sherlock Holmes.

cadeia, antes de chegar aos analistas de mercado). Como já mencionamos em nossa 1ª Carta uma maior familiaridade e envolvimento com o tema não necessariamente aumentam a precisão da informação.

Em um pequeno texto de autor desconhecido a ideia da perda de precisão da informação durante o processo de comunicação nas empresas é exposta através de uma crônica de humor bastante irreverente, ilustrando um 'velho' problema presente no complexo processo de comunicação, apesar de parecer algo corriqueiro em nossas relações interpessoais. De uma forma bem mais discreta, acreditamos que fenômenos parecidos podem ser observados entre Conselheiros, Diretores e os acionistas de uma companhia. Curiosamente, um outro texto de conotação semelhante, provavelmente a origem da crônica usada abaixo, já retratava as falhas na forma de comunicação em uma publicação de 100 anos atrás².

'Halley e seus cometas'

De: Diretor Presidente / Para: Gerente

Na próxima sexta-feira, aproximadamente às 17 horas, o cometa Halley estará nesta área. Trata-se de um evento que ocorre somente a cada 76 anos. Assim, por favor, reúnam os funcionários no pátio da fábrica, todos usando capacete de segurança, quando explicarei o fenômeno a eles. Se estiver chovendo, não poderemos ver o raro espetáculo a olho nu - sendo assim, todos deverão se dirigir ao refeitório, onde será exibido um filme documentário sobre o cometa Halley.

De: Gerente / Para: Supervisor

Por ordem do Diretor Presidente, na sexta-feira, às 17 horas, o cometa Halley vai aparecer sobre a fábrica. Se chover, por favor, reúnam os funcionários, todos de capacete de segurança, e os encaminhem ao refeitório, onde o raro fenômeno terá lugar, o que acontece a cada 76 anos a olho nu.

De: Supervisor / Para: Chefe de Produção

A convite do nosso querido Diretor, o cientista Halley, de 76 anos, vai aparecer no refeitório da fábrica usando capacete, pois vai ser apresentado um filme sobre o problema da chuva na segurança. O Diretor levará a demonstração para o pátio da fábrica.

De: Chefe de Produção / Para: Mestre

Na sexta-feira, às 17 horas, o Diretor, pela primeira vez em 76 anos, vai aparecer no refeitório da fábrica para filmar o Halley nu, o cientista famoso e sua equipe. Todo mundo deve estar lá de capacete, pois será apresentado um show sobre a segurança na chuva. O Diretor levará a banda para o pátio da fábrica.

De: Mestre / Para: Funcionário

Todo mundo nu, sem exceção, deve estar com os seguranças no pátio da fábrica na próxima sexta-feira, às 17 horas, pois o manda-chuva (o Diretor) e o Sr. Halley, guitarrista famoso, estarão lá para mostrar o raro filme "Dançando na Chuva". Caso comece a chover mesmo, é para ir pro refeitório de capacete na mesma hora. O show será lá, o que ocorre a cada 76 anos.

Aviso para Todos

Na sexta-feira, o chefe da Diretoria vai fazer 76 anos e liberou geral pra festa, às 17 horas, no refeitório. Vai estar lá, pago pelo manda-chuva, 'Bill Halley e Seus Cometas'. Todo mundo deve estar nu e de capacete, porque a banda é muito louca e o rock vai rolar solto até no pátio, mesmo com chuva.

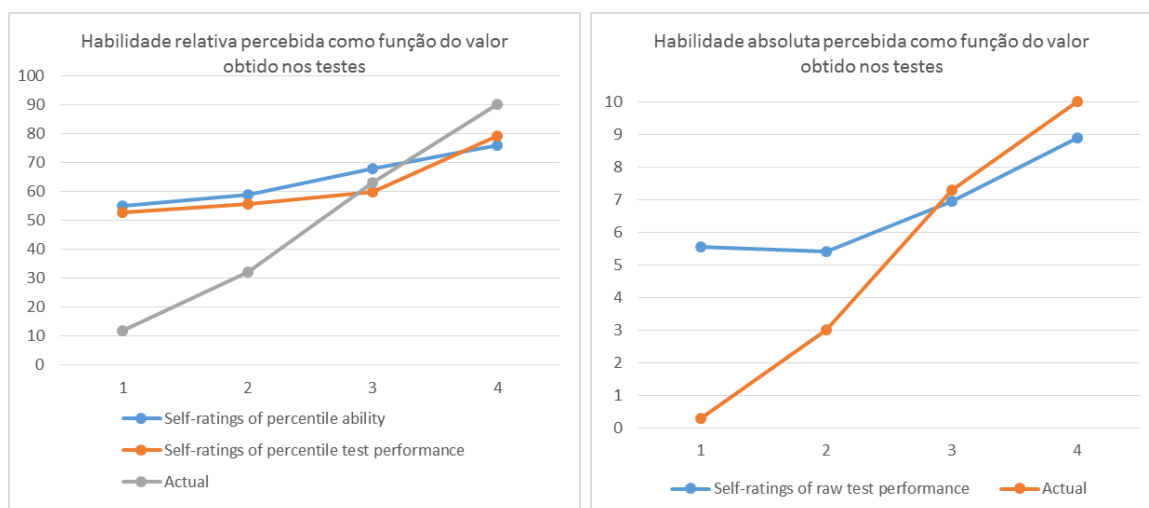
2 - Revista *A Cigarra* de 25 de março de 1915 - Ano 1/nº 19 (acervo do Arquivo do Estado de São Paulo). Uma crônica semelhante descreve a comunicação entre um capitão, sargento e seus soldados onde a informação de que haveria um eclipse do sol no pátio do quartel é bastante modificada.

Efeito Dunning-Kruger: Como Julgamos nossas Competências

Em um interessante estudo desenvolvido por David Dunning e Justin Kruger, no artigo "Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own Incompetence Lead to Inflated Self-Assessments", os autores tentam comprovar através de uma série de experimentos a tese de que a percepção dos indivíduos sobre sua própria habilidade é inversamente correlacionada com o nível de habilidade em si.

De forma geral, em cada experimento, foram feitos diversos testes de habilidade com candidatos que, além do teste, deviam preencher um questionário com perguntas sobre seu próprio desempenho. Os testes envolveram habilidades sociais, linguísticas e lógicas; feitos de forma objetiva, para que fosse inequívoco o nível de habilidade de cada participante. O candidato era questionado sobre como enxergava a própria habilidade em termos relativos (em qual percentil dos candidatos ele se encontrava) e sobre como ele esperava se sair naquele teste específico na mesma medida, assim como em termos absolutos (quantas questões ele acertou ao final do teste).

O resultado observado para todas as habilidades pesquisadas era de que quanto pior o candidato era, mais ele superestimava sua própria habilidade, tanto em termos absolutos quanto em relação aos demais candidatos. Não só os candidatos superestimavam sua posição no ranking (neste exemplo, a média dos percentis em que cada candidato se enxergava foi de 71, quando deveria ter dado uma média teórica de 50), como implicitamente achavam que o teste subestimaria sua habilidade (a média dos percentis esperados pelos candidatos no teste feito foi de 68). Os candidatos em média também superestimaram seu número de questões acertadas em 15%, sendo que o 1º quartil (pior desempenho) superestimou sua nota em mais de 20x enquanto que os mais competentes subestimaram em 10%. Os gráficos abaixo ilustram os resultados obtidos neste exemplo, segregados por quartil (o primeiro quartil sendo o dos piores colocados).



Os resultados obtidos neste estudo ficaram conhecidos como "Efeito Dunning-Kruger", que caracteriza quatro sintomas de pessoas incompetentes em determinada habilidade: (i) falha em reconhecer sua falta de habilidade; (ii) falha em reconhecer

habilidade genuína nos outros; (iii) falha em reconhecer a sua inadequação; e (iv) uma vez expostos a treinamento para aquela habilidade específica, passam a reconhecer sua prévia falta de habilidade.

Em contrapartida, outro comportamento interessante observado é o dos indivíduos genuinamente competentes, que, segundo o estudo, tendem a subestimar sua própria habilidade, seja por achar que o que é fácil para eles é fácil para todos outros, ou por ter maior conhecimento daquilo que não sabem.

O que este estudo nos mostra é que quando somos ignorantes em determinado assunto ou quando temos apenas parte da informação, tendemos a ser mais soberbos e ignorar que existem informações que não conhecemos, e que não temos conhecimento que não sabemos. No nosso caso específico, ter consciência disso é crucial para evitar um excesso de confiança em teses de investimentos sobre as quais podemos ter uma ilusão de conhecimento e falsa percepção de controle sobre o negócio.

Uma forma de nos proteger disso é aumentando o grau de diversificação da carteira, principalmente em cenários em que não enxergamos tanto potencial de alta em um determinado ativo, em função do cenário que traçamos.

“A bola veio para a esquerda, mas não dava para trocar de pé. Então chutei de esquerda fazendo de conta que era de direita.”³

O tema diversificação já foi explorado por diversos estudiosos muito mais capacitados do que nós no assunto e não há ciência exata na alocação de ativos. Assim como no campo de futebol, onde uns batem melhor de direita e outros de esquerda (com exceção dos grandes gênios), na gestão de ativos alguns concentram mais e outros menos e nem por isso chegam em lugares diferentes. O que nos propomos a fazer por diversas razões, algumas descritas acima, é atingir resultados acima do nosso referencial, sem fugir das nossas habilidades. Entendemos que no caso específico de diversificação/concentração, cada estratégia é mais adequada a diferentes momentos de mercado, apetites de risco e estilos de gestão.

³ - Manoel Francisco dos Santos, o Mané Garrincha, explicando com simplicidade seu gol contra o Chile nas semifinais da Copa do Mundo de 1962

MÓDULO I FIC FIA

Março 2015

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.

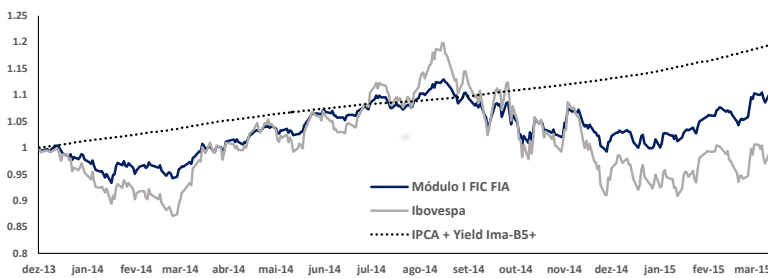
Classificação ANBIMA: Ações Livre

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%	4.6%	-5.9%	-0.4%	1.7%	-3.9%	2.6%	3.0%
	IPCA + Yield IMA-B5+	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%
	Ibovespa	-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	-1.7%	6.2%	2.7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.2%	10.4%
	IPCA + Yield IMA-B5+	1.5%	1.5%	2.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.1%	19.5%
	Ibovespa	-6.2%	10.0%	-0.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3%	-0.9%

1. O fundo teve início em 19/12/13

Rentabilidade x Indexadores



Dados Estatísticos

Dados Estatísticos	Desde o início
Volatilidade anualizada	13.4%
Volatilidade Ibovespa anualizada	24.8%

Cota e Patrimônio (R\$)

Valor da Cota	1.104055
PL Atual	53mm
PL Médio (12 meses)	46mm

Exposição de Ações por Setor (% do PL)

Setores	% PL
Bens de Capital	0.0%
Commodities	5.3%
Consumo e Varejo	9.4%
Alimentos e Bebidas	6.1%
Educação	1.8%
Financeiros Diversos	27.7%
Imobiliário e Shoppings	8.5%
Petróleo e Gás	0.0%
Saúde	0.0%
Tecnologia e Telecomunicações	0.0%
Utilidades Públicas	5.9%
Outros	3.6%
Caixa	31.8%
Total	100%
Moedas	0.0%

Concentração da Carteira

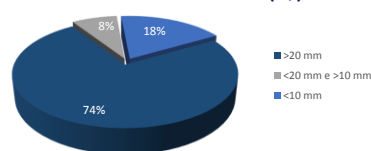
	% PL
Top 5 Posições	29.0%
Top 10 Posições	46.4%

Informações Gerais

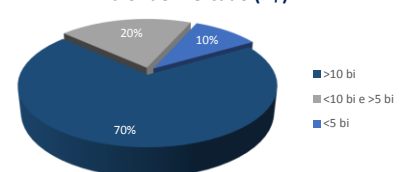
Início:	19/12/2013
Aplicação Inicial Mínima:	R\$50.000,00
Movimentação Mínima:	R\$10.000,00
Saldo Mínimo:	R\$50.000,00
Cota de Aplicação:	D+1
Horário de Movimentação:	15:30
Resgate:	Cotização em D+30 sem taxa de saída ou em D+1 com taxa de saída de 10%.
Liquidação:	3º dia útil após conversão de cotas.

Liquidez da Carteira

Volume Médio Diário (R\$)



Valor de Mercado (R\$)



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, divulgados 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.