

*For their empirical analysis of asset prices*¹.

– Motivação do “Prêmio em Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel” a Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen e Robert J. Shiller, em 2013.

A vida de Alfred Nobel, nascido em 1833 em Estocolmo, na Suécia, foi marcada por estudos e descobertas. Após deixar a escola com apenas oito anos, estudou em casa com professores particulares. Com 17 anos, já dominava cinco idiomas e, além da literatura, detinha conhecimentos avançados em química e física. Com mais de 350 patentes registradas, Nobel está entre os maiores descobridores da humanidade.

A principal delas veio quando, em conjunto com seu pai, procurou desenvolver a nitroglicerina como um explosivo técnico e comercialmente viável. Em 1866, após experiências perigosas em que várias pessoas perderam a vida, incluindo seu irmão mais novo, Nobel foi o responsável pela invenção da dinamite, que começou a ser usada em grande escala na indústria de construção.

A relação direta de Alfred Nobel com descobertas importantes para a indústria bélica, porém, contrastava com seu perfil pacifista. Quando morreu em 1896, Nobel deixou em seu testamento um pedido para que grande parte de sua fortuna fosse usada para premiar aqueles que se empenharam em prol da humanidade nas áreas de física, química, medicina, literatura e paz. Com isso, surgiu em 1901 o primeiro Prêmio Nobel.

Contrário à crença popular, não existe Prêmio Nobel em Ciências Econômicas. A primeira premiação nesta área surgiu em 1968, quando o Banco Central da Suécia, por ocasião de seu aniversário de 300 anos, fez uma doação para a Fundação Nobel, que estabeleceu o “Prêmio em Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel”. Tal prêmio passou a ser concedido anualmente desde 1969, em conjunto com os demais, pela Academia Real de Ciências da Suécia.

Em 2013, o Prêmio em Ciências Econômicas surpreendeu pelo fato de ter sido concedido a acadêmicos com visões diferentes sobre um mesmo assunto: a precificação de ativos financeiros. De um lado, Eugene Fama e sua visão de que os mercados financeiros são eficientes, ou seja, a qualquer momento, com base em comportamentos racionais dos investidores, os preços dos ativos incorporam todas as informações disponíveis sobre eles. De outro, Robert Schiller e sua visão de que os mercados são voláteis demais para serem eficientes e refletirem expectativas racionais, de modo que, somente com as finanças comportamentais, linha de estudo que junta psicologia e finanças, preços de ativos podem ser analisados².

De nossa parte, acreditamos ser inegável que, ainda que com visões diferentes, estes dois economistas trouxeram contribuições importantes para os mercados. A eficiência defendida por Fama, por exemplo, está presente hoje nas mais diferentes tentativas de quantificar risco e retorno e lembra investidores com frequência de que suas chances de obter resultados superiores à média do mercado podem não ser tão altas quanto imaginam.

¹ “Por suas análises empíricas de preços de ativos”.

² O terceiro ganhador, Lars Peter Hansen, foi premiado pelo desenvolvimento de um método estatístico que ajuda a testar teorias de precificação de ativos.

O comportamento irracional defendido por Shiller, por sua vez, vem à tona a cada nova bolha observada nos mais diferentes mercados. O que seria o estouro de uma bolha especulativa se não a confirmação de que os preços nas condições anteriores não refletiam de maneira correta o que deveriam?

Shiller, em sua apresentação pela premiação que recebeu, lembrou uma comparação proposta por Keynes em 1936 para ilustrar como o mercado de ações não é eficiente. Segundo ele, o mercado se comporta de maneira semelhante a um concurso de beleza – especificamente um então organizado por um jornal de Londres. A ideia era simples: o jornal publicava fotos de 100 pessoas bonitas e cada participante deveria escolher as 6 que, em sua visão, seriam as mais bonitas. O vencedor seria aquele cujas escolhas mais se aproximassem das 6 mais bonitas escolhidas pela média das opiniões.

O ponto importante aqui é que, para vencer o concurso, você não escolhe aquelas pessoas que você considera mais bonitas, mas sim aquelas que você imagina que os demais participantes escolherão como as mais bonitas. Ou, melhor ainda, você prevê quais pessoas os outros participantes pensam que os outros participantes considerarão como as mais bonitas. Qualquer semelhança com o mercado acionário, portanto, não é mera coincidência. Agentes de mercado, em grande parte, não investem procurando as melhores empresas, mas sim procurando antecipar quais ações o mercado em geral estará demandando em determinado intervalo de tempo.

Com isso, distorções de preços acontecem. Com disciplina e paciência, a JMalucelli Investimentos procura se beneficiar deste cenário – acreditamos que são frequentes os episódios em que os preços dos ativos não refletem corretamente o seu valor. Isso ocorre porque o ser humano, como principal protagonista na formação dos preços, é influenciado, consciente ou inconscientemente, voluntária ou involuntariamente, por vieses cognitivos e emocionais.

Como ilustração, os parágrafos a seguir discorrem sobre alguns vieses que, a nosso ver, impactam de maneira relevante o processo de decisão racional do investidor em geral.

Efeito manada

O efeito manada é observado quando a decisão da maioria caminha para a mesma direção. Como ele é gerado? São várias as possíveis explicações. Em primeiro lugar, é difícil para o investidor acreditar que a opinião de um grande número de pessoas sobre um assunto está errada e que a sua opinião contrária está correta. Será que a mídia e os supostos *experts* podem estar equivocados?

Segundo, não é desprezível a constatação de que as decisões de quem trabalha no mercado financeiro podem gerar risco de carreira, ou seja, uma decisão errada por parte de um gestor pode custar o seu emprego ou o dinheiro confiado por seus clientes. Importante perceber, portanto, que este risco aumenta significativamente quando o indivíduo erra sozinho. Imaginemos, por exemplo, que “todo” o mercado acredita que o dólar vai cair. Se o gestor se posicionar vendido em dólar, mas este acabar subindo, ele provavelmente será compreendido. O mesmo pode não ser verdade, porém, se ele acabar perdendo dinheiro ao se posicionar sozinho na direção oposta.

Logo, é possível afirmar que, para determinados investidores, apostar na mesma direção que o mercado é uma maneira de proteção, beneficiando-se da segurança oferecida pelo consenso – ainda que, para isto, deixem pelo caminho importantes oportunidades³.

Excesso de confiança

Em uma pesquisa realizada com 38 pessoas, a JMalucelli Investimentos pediu para que avaliassem as suas competências como motorista em relação aos seus pares. Como resposta, 86% dos participantes afirmaram que as suas habilidades estão melhores que a média⁴, número que, por definição, não corresponde à realidade.

A mesma incoerência é observada no mercado financeiro, à medida que, em diferentes pesquisas realizadas, é comum que mais da metade dos investidores se considerem melhores que a média – ainda que somente a menor parte deles seja capaz de superar os principais índices de mercado⁵.

Como consequência deste excesso de confiança, motoristas, investidores e quaisquer outros grupos de pessoas assumem, em diferentes situações, mais riscos do que deveriam. Olhando para os ativos financeiros, quando a avaliação correta dos riscos incorridos fica prejudicada, é natural que os preços não reflitam expectativas racionais.

Aversão a perdas

O ser humano lamenta perdas aproximadamente duas vezes mais do que celebra ganhos de tamanho equivalente. Ou seja, o sentimento negativo de perder 5% é duas vezes mais desagradável que o prazer gerado por um ganho na mesma proporção. Isso traz várias consequências. Em primeiro lugar, o investidor pode evitar a venda de um ativo cujo retorno é negativo – ainda que esta não seja a decisão correta – simplesmente para não realizar a sua perda e, assim, evitar a confirmação de um sentimento indesejável.

Segundo, a atenção e a preocupação do investidor com um ativo que está com rentabilidade negativa em uma carteira composta por vários ativos com rentabilidades positivas provavelmente não serão proporcionais ao peso na carteira do ativo que reflete perdas. Como consequência, suas decisões de investimento para aquele ativo e para o conjunto de ativos pode, por influência de aspectos emocionais, não refletir o comportamento desejado.

Por fim, investidores que acompanham a rentabilidade de suas posições com mais frequência tem probabilidade maior de se deparar com perdas e, conseqüentemente, ter impacto emocional negativo. Chamamos atenção aqui para um estudo publicado nos Estados Unidos pela Legg Mason, que simulou o impacto de um ativo com retorno anual esperado de 10% e volatilidade de 20,5% para um investidor com um fator de aversão a perdas igual a 2.

Como podemos constatar na tabela a seguir, se o investidor acompanhar a rentabilidade da sua carteira diariamente, em 48,8% das vezes ele irá se deparar com perdas. Como o efeito emocional de uma perda é duas vezes maior que o

³ Esta conduta não é exclusiva do mercado financeiro.

⁴ 8% dos participantes responderam que estão entre os 10% piores motoristas. Ao que parece, portanto, ao menos estes estão conscientes de suas reais habilidades, o que nos traz bastante alívio.

⁵ Os fundos de investimento em ações da JMalucelli Investimentos superaram com folga seus *benchmarks* desde o início de suas atividades.

efeito de um ganho, a utilidade ou satisfação relativa do investidor é negativa – probabilidade de ganho menos duas vezes a probabilidade de perda.

Tabela 1: Satisfação do Investidor

Horizonte de Tempo	Retorno Esperado	Prob. de Retorno Positivo	Utilidade
Um dia	0,04%	51,2%	-0,46
Uma semana	0,18%	53,2%	-0,41
Um mês	0,80%	56,4%	-0,31
Um ano	10,00%	72,6%	0,18
Uma década	159,00%	99,9%	1,00

Fonte: Legg Mason Funds Management, Inc.

Somente com uma frequência anual de avaliação de investimentos, portanto, a satisfação relativa do investidor se consolida no terreno positivo. Considerando que os parâmetros em questão não estão distantes da realidade, esta constatação reforça a importância de não se deixar contaminar pela miopia de análises de curto prazo. Investir em ações é, preferencialmente, investir no longo prazo.

Ansiedade

O investidor, diariamente, é bombardeado com informações financeiras⁶. Recebe e-mails com relatórios de corretoras, assiste canais financeiros na televisão, possui aplicativos no celular para acompanhar suas ações durante o pregão, encontra o vizinho comentando sobre a rentabilidade dos seus ativos, entre outros. Periodicamente, além disso, observa a imprensa publicar *rankings* com os melhores investimentos e fundos no mês, no ano ou em qualquer outro prazo que possa despertar o interesse dos leitores.

Inegável, portanto, que esta chuva de informações dificilmente deixa o investidor calmo, de modo que muitos acabam tomando alguma ação na tentativa de reduzir esta ansiedade. Tomar uma decisão de investimento neste ambiente, porém, raramente traz bons resultados.

Consequências

A lista de vieses cognitivos e emocionais é longa e listá-los neste relatório o aproximaria, possivelmente, de um manual sobre o assunto. Contudo, mais importante que analisar as nuances de cada um deles é estar certo de que eles existem. Como bem lembrado por Benjamin Graham, o pai do *value investing*, o maior problema do investidor é provavelmente ele mesmo⁷.

⁶ Ou deveríamos dizer “ruidos”?

⁷ “The investor’s chief problem – even his worst enemy – is likely to be himself”. – Benjamin Graham.

A partir desta constatação, investidores podem perceber como seus próprios comportamentos colaboram para um mercado menos eficiente, em que os preços dos ativos nem sempre refletem seus valores intrínsecos, podendo agir para corrigi-los e aproveitar as oportunidades deixadas pelos demais. Os parágrafos a seguir sugerem algumas medidas para colocar isto em prática.

Aderir a uma filosofia de investimento com a qual você se identifique e na qual você acredite. Uma filosofia de investimento bem sucedida para alguns pode não ser bem sucedida quando aplicada por outros. Se você tem um perfil inquieto e com forte aversão a perdas, por exemplo, uma filosofia de investimento que se baseia no longo prazo pode não lhe gerar satisfação nem ganhos. Suas decisões no meio do caminho possivelmente não lhe conduzirão para o objetivo pretendido.

Escrever as razões pelas quais foram tomadas certas decisões. Por que comprou? Por que vendeu? Isso lhe ajudará a aprender com seus erros e acertos. Ao longo da vida de um investimento, além disso, saber suas motivações quando a decisão foi tomada pode ser crucial para evitar decisões pautadas em emoções posteriormente. De nossa parte, estamos trabalhando para manter um registro cada vez mais completo de nossas decisões, certos de que, com base nele, nossas análises caminham para ser cada vez melhores e “mais racionais”.

Se não houver convicção, o melhor é esperar por outras oportunidades. Um fator extremamente importante para obter bons retornos no longo prazo é não perder dinheiro⁸. Portanto, caso você não se sinta 100% confortável em tomar uma decisão de investimento, não a tome. Isso também é uma decisão e deveria ser colocado no seu *decision log*. Ter calma, paciência e disciplina é fundamental.

Primeiro Trimestre de 2014

O momento atual não poderia ser mais oportuno para refletirmos sobre os impactos de vieses cognitivos e emocionais em decisões de investimento. Conforme o gráfico a seguir, que mostra um comparativo em dólares do Índice Bovespa com um consolidado de índices das bolsas de países emergentes, os três primeiros meses de 2014 foram marcados por uma expressiva volatilidade nos preços de ativos de risco.

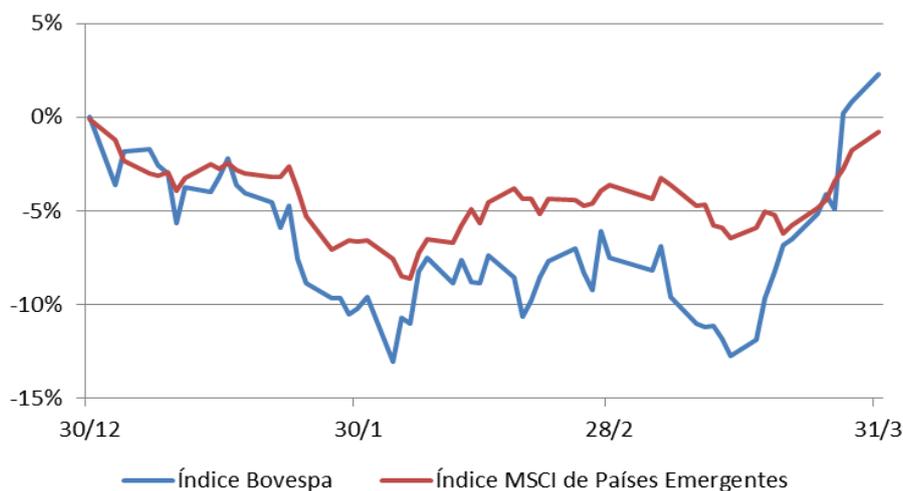
De maneira geral, é notável a alta correlação entre os dois índices até o início do mês de fevereiro. De fevereiro até meados de março, o principal índice da bolsa brasileira continuou apresentando rentabilidade negativa enquanto as bolsas emergentes tiveram um desempenho relativamente estável. A partir da segunda metade do mês de março, por sua vez, a bolsa brasileira aproveitou-se da melhora do humor dos investidores estrangeiros e conseguiu voltar para uma rentabilidade anual positiva em dólar.

As rentabilidades negativas verificadas no começo do ano se arrastaram desde meados de outubro de 2013 e poucas empresas listadas conseguiram escapar deste redemoinho. O cenário de grande recuperação que marcou a segunda metade de março, porém, ficou concentrado em poucas empresas mais líquidas, como Petrobras e Eletrobrás, que nas

⁸ “Regra n.º 1: Nunca perca dinheiro. Regra n.º 2: Nunca esqueça a Regra n.º 1”. – Warren Buffett.

duas últimas semanas do mês, entre 17/3 e 31/3, apresentaram rentabilidades em moeda local equivalentes a 26% e 20%, respectivamente. Dentro deste cenário, assim como a maior parte da indústria, o desempenho de nossos dois fundos de investimento em ações ficou abaixo do desempenho do Índice Bovespa.

Gráfico 1: Ibovespa x MSCI em US\$ (jan/14-mar/14)



Fonte: Bloomberg

O JMalucelli Small Caps FIA obteve um retorno equivalente a -10,7% neste período. O destaque positivo compreendeu as ações da Valid, que voltou a entregar resultados superiores às expectativas e atrair a atenção de novos investidores, principalmente estrangeiros. Os destaques negativos, por sua vez, compreenderam as ações de Fras-le e Unipar. O desempenho negativo da primeira possivelmente refletiu o cancelamento do aumento de capital planejado para o período, enquanto as ações da segunda possivelmente sofreram por conta dos resultados operacionais abaixo do esperado da Tectis, empresa na qual detém participação.

O JMalucelli Marlim Dividendos FIA, por sua vez, obteve um retorno de -7,1% no primeiro trimestre. Além das ações da Valid, também presentes em sua carteira, os papéis que contribuíram positivamente com este desempenho foram Ambev, Taesa e Telefônica Brasil, cujos resultados positivos e recorrentes possivelmente atraíram a atenção dos investidores. Os destaques negativos, por outro lado, vieram dos mais diferentes setores – ações de empresas como Alfa Holding, Coelce, Comgás, CSN, Metal Leve, Santos Brasil e Souza Cruz, entre outras, encerraram o período com rentabilidades inferiores a -10%.

Como sabemos que, em grande medida, estas desvalorizações refletem expectativas de investidores que usualmente não agem de maneira racional, aproveitamos este período para aumentar, com calma e paciência, diferentes posições hoje presentes em nossas carteiras. Comportamento semelhante, a propósito, ao apresentado por grande parte dos controladores destas empresas. O tempo vai mostrar se estávamos certos.

Agradecemos, mais uma vez, pela confiança.

Anexo 1: JMalucelli Small Caps FIA – Rentabilidades (jun/08-mar/14)

JMalucelli Small Caps FIA	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2008	-	-	-	-	-	-	-1,8%	-7,2%	-18,8%	-23,7%	9,7%	7,5%	-33,4%	-33,4%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-42,2%	-42,2%
2009	3,6%	0,0%	-2,5%	17,5%	5,2%	0,9%	10,5%	8,5%	6,8%	7,2%	8,7%	4,7%	97,0%	31,1%
Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	5,5%
2010	1,1%	1,2%	-2,0%	-1,9%	-3,1%	2,1%	4,6%	3,0%	3,3%	8,2%	0,4%	3,0%	21,2%	58,9%
Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	6,6%
2011	0,4%	-1,8%	-1,0%	1,1%	-4,4%	0,8%	-2,5%	-6,4%	-3,3%	4,0%	-4,8%	1,2%	-15,8%	33,8%
Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-12,7%
2012	3,0%	2,2%	4,8%	3,6%	-14,2%	-1,3%	3,6%	6,8%	6,6%	5,8%	-0,5%	2,8%	23,5%	65,3%
Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	-6,3%
2013	3,8%	5,9%	-0,9%	-3,4%	-3,8%	-6,7%	0,5%	-1,7%	3,6%	3,9%	2,6%	1,0%	3,9%	71,7%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-20,8%
2014	-7,9%	-4,1%	1,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-10,7%	53,3%
Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,1%	-22,5%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 37.578.920,89

Anexo 2: JMalucelli Marlim Dividendos FIA – Rentabilidades (jun/08-mar/14)

JMalucelli Marlim Dividendos FIA	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2008	-	-	-	-	-	-	-1,1%	-3,9%	-3,9%	-11,0%	8,4%	3,5%	-8,9%	-8,9%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-42,2%	-42,2%
2009	0,9%	0,9%	4,4%	7,5%	4,8%	4,1%	4,3%	1,1%	3,2%	-1,0%	2,1%	4,7%	43,6%	30,9%
Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	5,5%
2010	-0,8%	0,2%	0,9%	-0,5%	-2,1%	4,3%	5,5%	1,4%	-0,3%	2,6%	0,6%	4,7%	17,7%	54,0%
Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	6,6%
2011	-0,9%	0,5%	3,5%	1,2%	1,6%	-0,9%	-1,5%	-4,2%	-0,3%	6,2%	0,8%	6,4%	12,7%	73,5%
Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-12,7%
2012	-0,5%	4,5%	5,0%	-1,6%	-5,8%	4,1%	-4,0%	-4,8%	-2,9%	-1,9%	-0,4%	6,3%	-2,8%	68,6%
Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	-6,3%
2013	-1,0%	-1,0%	-0,8%	0,5%	-1,2%	-6,7%	2,7%	-2,2%	5,2%	2,0%	-2,0%	0,2%	-4,7%	60,6%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-20,8%
2014	-5,5%	-4,6%	3,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7,1%	49,2%
Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,1%	-22,5%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 203.218.877,57

Anexo 3: Comparativo – Risco x Retorno (jun/08-mar/14)

Rentabilidade	2014	12 meses	24 meses	36 meses	Início
JMalucelli Small Caps FIA	-10,7%	-14,9%	3,9%	-1,3%	53,3%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	-7,1%	-9,0%	-21,3%	-6,1%	49,2%
Ibovespa	-2,1%	-10,5%	-21,9%	-26,5%	-22,5%
Volatilidade	2014	12 meses	24 meses	36 meses	Início
JMalucelli Small Caps FIA	13,2%	12,0%	12,9%	13,8%	17,6%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	13,6%	12,7%	12,3%	12,0%	14,4%
Ibovespa	20,7%	21,3%	21,1%	22,4%	30,0%