

The prevailing view has been that the market will earn a high rate of return if the holding period is long enough, but entry point is what really matters¹.

– Seth Klarman

Em 1952, ao escrever o artigo *Portfolio Selection*, Markowitz deu início à base da teoria de investimento observada atualmente, popularmente conhecida como *Modern Portfolio Theory*. De maneira geral, deixando de lado qualquer discussão sobre correlação e diversificação, um dos pontos mais difundidos e populares por trás desta teoria é a premissa de que o investidor espera ser remunerado pelo risco, medido pela volatilidade de seus retornos, que ele incorre ao investir. Logo, espera-se que um investidor brasileiro opte por investir em ações, ao invés de aplicar seus recursos em ativos de renda fixa atrelados ao CDI, se a diferença entre os retornos esperados compensar o risco adicional – além dos eventuais distúrbios de sono.

A atratividade desta premissa é que ela é intuitiva e de simples compreensão. Contudo, será que na prática ela e suas consequências são realmente aplicáveis? Será que os investidores se comportam como ela sugere? Você provavelmente já ouviu dizer que “no longo prazo a bolsa ganha da renda fixa”. Em teoria, como vimos acima, esta afirmação deveria ser verdade. Porém, quando analisamos os fatos, este pode nem sempre ser o caso. Como ilustração, a Tabela 1 mostra o retorno e o risco, medido pela volatilidade, de diferentes indicadores financeiros nos últimos doze meses:

Tabela 1: Risco x Retorno (28/09/2012-30/09/2013)

Indicador	Retorno	Volatilidade
CDI	7,4%	0,0%
IBX	1,5%	16,4%
Ibovespa	-11,6%	20,3%

Ao longo deste período, com uma volatilidade próxima de zero, o CDI obteve uma rentabilidade superior a 7%. Os índices de ações, por sua vez, tiveram rentabilidades inferiores com volatilidades expressivamente maiores. Ou seja, num período de um ano, quem assumiu mais risco teve rentabilidade menor. Poderíamos argumentar que uma janela de um ano não representa o “longo prazo”, mas, como mostra a Tabela 2, a mesma constatação se repete em uma janela de cinco anos.

Tabela 2: Risco x Retorno (30/09/2008-30/09/2013)

Indicador	Retorno	Volatilidade
CDI	59,2%	0,1%
IBX	28,7%	28,0%
Ibovespa	5,7%	29,5%

¹ “A visão prevalecente é de que o mercado [acionário] terá uma alta taxa de retorno se o período de investimento for suficientemente longo, mas é o ponto de entrada que realmente faz a diferença”.

Ao longo deste período, o CDI rendeu 59%, enquanto os indicadores de renda variável, novamente, renderam menos com mais volatilidade. Decidimos, portanto, ampliar a análise para cobrir períodos ainda mais longos, simulando em janelas mensais, de dezembro de 1995 até setembro de 2013, com prazos a partir de cinco e dez anos, a diferença de retorno entre um investimento que rendeu 100% do CDI e outro que obteve a rentabilidade do Índice Bovespa.

Em prazos de pelo menos cinco anos, em 56% das janelas de tempo a rentabilidade do CDI foi maior que a do Índice Bovespa, conforme apresentado no Anexo 1. Quando o prazo mínimo do investimento foi de dez anos, o CDI superou o Índice Bovespa em 65% das vezes, conforme Anexo 2. Dito isto, seguimos com possíveis explicações para este fato contrário às expectativas.

1. Janelas de tempo

Dependendo da janela de tempo aplicada, os resultados estão alinhados com o que pressupõe a teoria. Como destacado, em 44% das janelas de tempo de pelo menos cinco anos o Índice Bovespa obteve, de fato, retornos superiores ao CDI.

Contudo, por ter sido proibitivamente alta a probabilidade de um investimento com rentabilidade de 100% do CDI render mais que um investimento no Índice Bovespa em janelas a partir de cinco e dez anos, não nos sentimos confortáveis com esta explicação.

2. Juros altos

Quanto maior a taxa básica de juros refletida no CDI, maior a dificuldade de se obter uma rentabilidade superior com investimentos em outros ativos. Portanto, com o retorno médio anual do CDI equivalendo a 29% entre 1995 e 1999 e 18% de 1995 até os dias de hoje, torna-se claro que o desafio implícito para o mercado de ações não tem sido dos mais fáceis.

Se imaginarmos um CDI de 7% ao ano nas janelas de cinco anos, por exemplo, o investidor seria na maior parte das vezes recompensado pelo risco que assumiu – o investimento em CDI teria sido melhor que o investimento em ações em somente 5% dos casos.

3. A (ir)racionalidade do investidor

Uma das premissas importantes no mercado de capitais é o fato de os investidores serem racionais, o que, por outro lado, parece nem sempre ser o caso. Em 1979, quando Kahneman e Tversky publicaram o artigo *Prospect Theory*, surgiu pela primeira vez uma corrente acadêmica, chamada finanças comportamentais, para discordar desta premissa até então universalmente aceita.

Várias contradições ao suposto comportamento racional dos investidores foram identificadas desde então. Para não extrapolar a proposta deste relatório, manteremos o foco em uma questão específica, pertinente para esta discussão – a anomalia da volatilidade.

Diferentes estudos² demonstram que empiricamente a tomada de mais risco, quando medido pela volatilidade, não resulta em maior retorno. Varias explicações são dadas. Uma delas é o efeito “bilhete de loteria”, uma vez que, para tentar enriquecer rapidamente, um número grande de investidores especula com ações de alta volatilidade. Com isso, decisões racionais são muitas vezes deixadas de lado.

Outra explicação possível é o fato de que investidores em fundos de investimento tendem a avaliá-los com base em rentabilidades recentes, o que pode fazer com que gestores se preocupem mais em ter uma rentabilidade boa quando o mercado acionário está em alta que em não ter uma rentabilidade ruim quando os preços estão em queda. Como consequência, ao aumentar a demanda por ações que oferecem maior volatilidade, reduzem o retorno exigido destes ativos.

4. Valuation

Quem investiu no Índice Bovespa em 2007 e 2008, mesmo considerando uma taxa de juros simulada relativamente baixa de 7% ao ano, tinha 97% de chances de sair perdendo em relação ao CDI em horizontes de tempo de pelo menos cinco anos. Consideramos esta constatação importante porque não é a toa que esta probabilidade é expressivamente maior que os 56% detalhados anteriormente, quando analisamos a amostra composta por todas as janelas mensais a partir de dezembro de 1995 com os valores observados para o CDI.

Em 2007 e 2008, a China apresentava um crescimento robusto com taxas de dois dígitos e o Brasil se aproveitava de sua oferta virtualmente infinita de *commodities*. Os investidores, por sua vez, extrapolaram no futuro o crescimento do lucro dos últimos anos e se mostraram dispostos a pagar caro por ele – os preços das ações de empresas como Vale e Petrobras atingiram suas cotações máximas históricas no início de 2008. Portanto, ao adquirir ativos de risco pelos preços errados, investidores apostaram em retornos que dificilmente viriam a se confirmar.

Conclusão

Dos quatro argumentos abordados, três parecem relevantes para explicar a aparente contradição por trás do fato de que investidores, recorrentemente, assumem maiores riscos investindo em ações sem auferirem maiores retornos em contrapartida.

Em primeiro lugar, não faltam evidências, hoje, de que grande parte deles não toma decisões racionais, apostando, entre outras coisas, em ações mais voláteis como forma de enriquecer no curto prazo.

Em segundo lugar, percebe-se que aceitar a maior volatilidade oferecida pelo mercado de ações dificilmente seria uma escolha razoável se o CDI se mantivesse nos elevados níveis observados, em média, ao longo da janela de tempo analisada. Com isso, parte da explicação pode estar no fato de que, quando optaram por investir em ações, investidores acreditavam que a rentabilidade oferecida por ativos atrelados ao CDI se reduziria ao longo do tempo de maneira mais relevante do que de fato se observou.

² Por exemplo, N. L. Baker and R. A. Haugen, “Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World”, Working Paper, 2012.

Por fim, é fundamental perceber que existem diferentes maneiras de se investir no mercado de ações. Em outras palavras, o investidor deve ser capaz de perceber que o potencial de retorno oferecido por ativos que oferecem níveis de risco elevados, quando medidos pela volatilidade, varia de maneira relevante de um para outro.

A principal conclusão, neste sentido, está por trás da maneira como o investimento em ações é feito. Em um artigo escrito em 1985, por exemplo, Warren Buffett relatou o desempenho de oito “super investidores” que combinaram a maior volatilidade do mercado de ações com excelentes retornos e constatou que todos tem uma coisa em comum – foram influenciados por Benjamin Graham, pai do *value investing*. O embasamento intelectual comum entre esses investidores é a busca por discrepância entre o valor de um negócio e o preço de seus pequenos pedaços no mercado, representados por suas ações. Vários estudos acadêmicos³, além disso, demonstram que investir em ações com preço baixo relativo ao lucro, ao dividendo e ao valor patrimonial, entre outros, é mais vantajoso do ponto de vista de rentabilidade de longo prazo que investir em ações com preço alto relativo às mesmas variáveis.

Portanto, constatamos que a máxima de “investir no longo prazo” é uma condição necessária, porém insuficiente para assegurar ao investidor retornos condizentes ao risco tomado. Ao investir no mercado de ações, comprar o ativo a um preço significativamente abaixo do seu valor é condição primordial para obter retornos que se encaixem em uma relação risco-retorno vantajosa. Na JMalucelli Investimentos, nossos critérios para investir em ativos financeiros são bastante rigorosos e, conscientes de que comportamentos irracionais podem também nos afetar, fizemos da disciplina o nosso lema.

Terceiro Trimestre de 2013

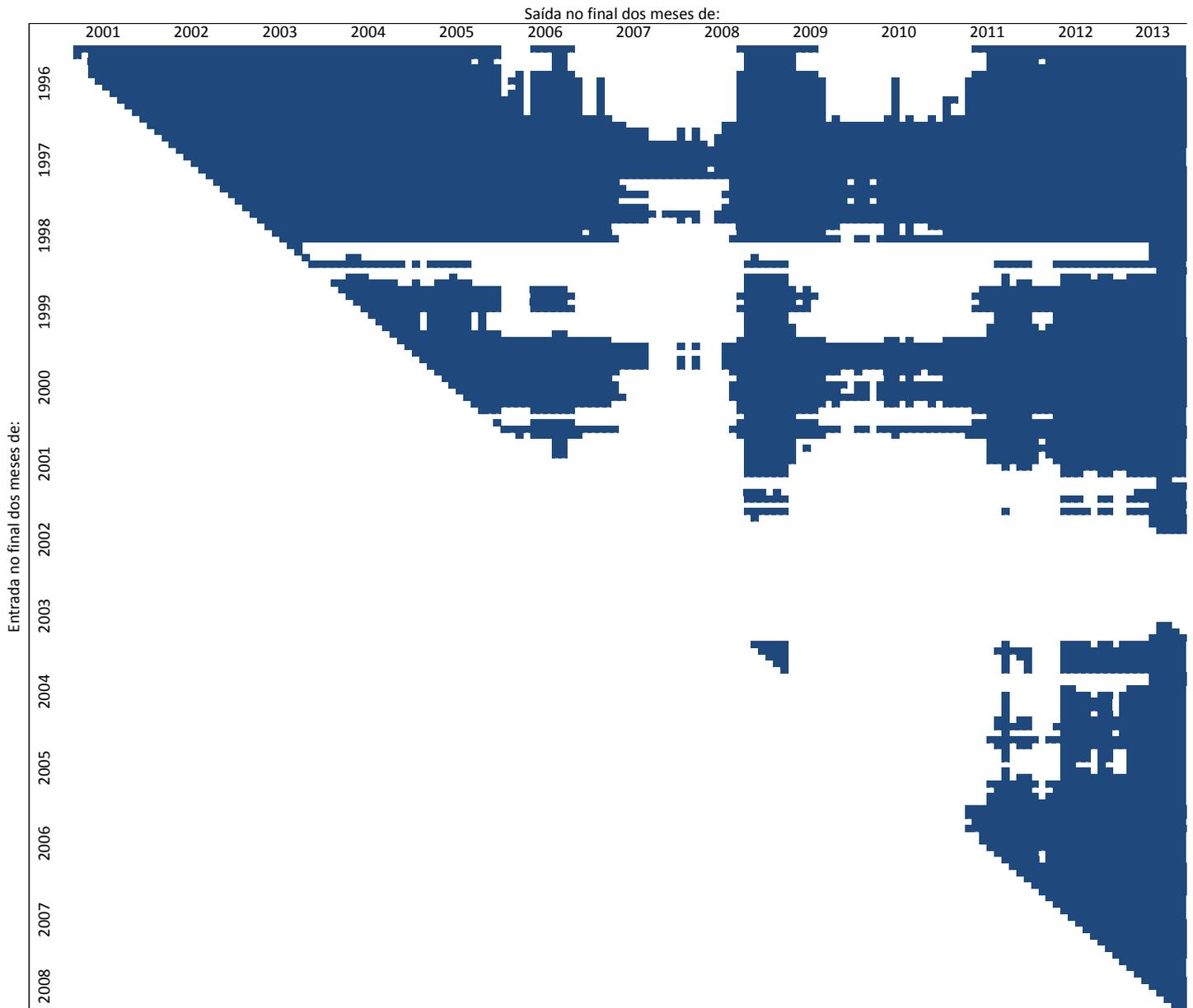
O JMalucelli Small Caps FIA obteve um retorno de 2,2% no trimestre findo em 30 de setembro 2013. As maiores contribuições positivas foram Bematech e Fras-Le. As ações que mais pressionaram a rentabilidade, por sua vez, foram Ideiasnet e Valid. O preço das ações da Valid caiu fortemente com a saída de alguns investidores e o impacto de resultados abaixo das expectativas no segundo trimestre, enquanto a Ideiasnet sofreu por conta do receio de que o grupo EBX, representado pela Centennial, poderia se desfazer de sua participação de 14,8% no capital da empresa – venda que se confirmou em outubro, retirando o *overhang* dos papéis.

O JMalucelli Marlim Dividendos FIA, por sua vez, obteve um retorno de 5,6% no terceiro trimestre. As ações que mais contribuíram para este desempenho foram CSN, Comgás e Eletropaulo, com os destaques negativos compreendendo Coelce, Santos Brasil e CPFL Energia. De modo geral, enquanto a CSN se aproveitou da desvalorização do real e dos sinais de melhora vindos da economia chinesa, o resultado positivo divulgado pela Eletropaulo reduziu a pressão vendedora sobre as suas ações. Com base na revisão periódica de nossa carteira, porém, realizamos o desinvestimento de nossa posição na empresa, por não mais identificarmos nela a capacidade de manter o pagamento de dividendos que esperamos nos próximos anos.

Agradecemos pela confiança.

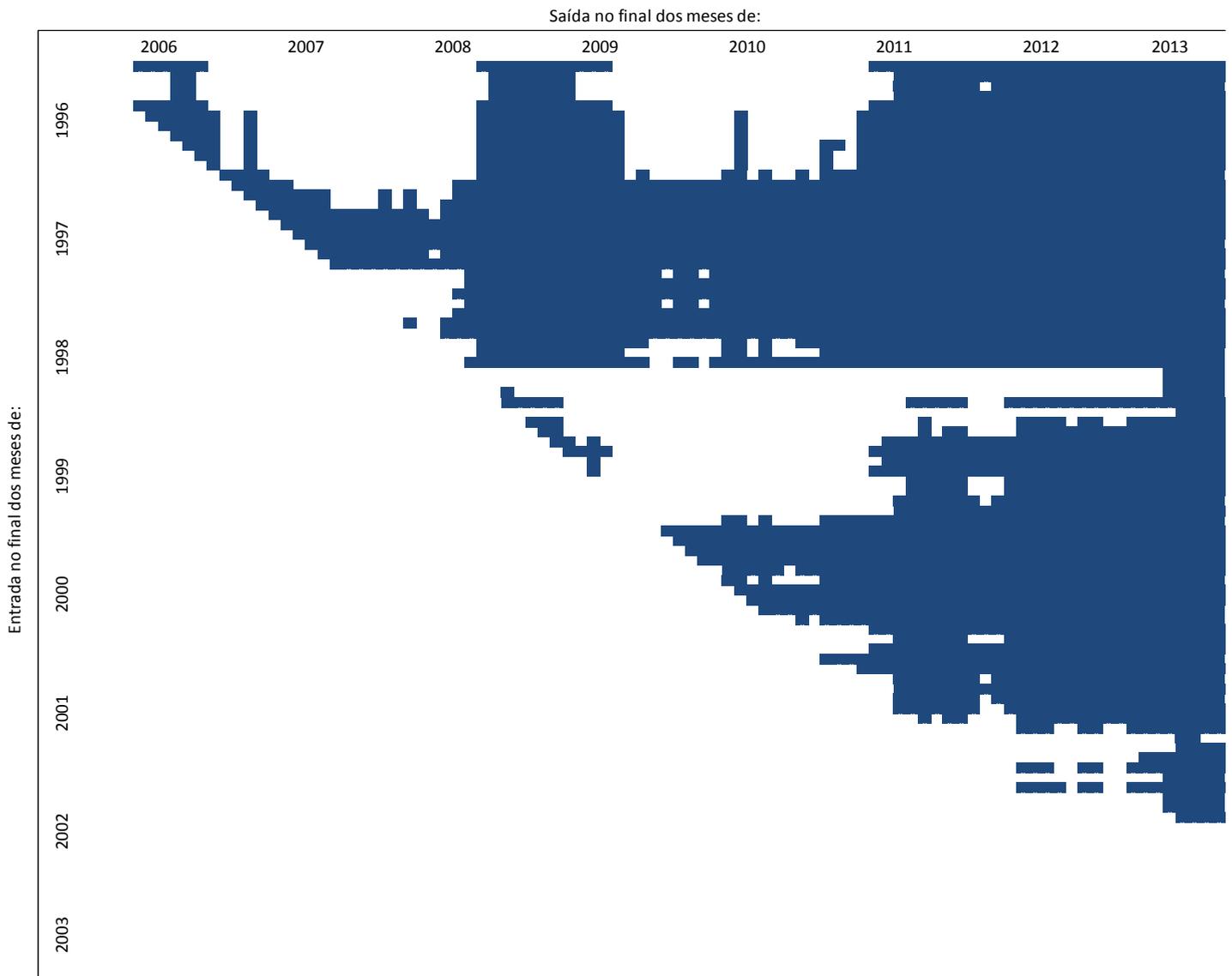
³ Por exemplo, J. Lakonishok, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk”, The Journal of Finance, vol. XLIX, 5, 1994.

Anexo 1: CDI x Ibovespa (dez/1995-set/2013) ⁴



⁴ Em azul, as janelas de tempo a partir de 5 anos em que o retorno acumulado pelo CDI superou o retorno acumulado pelo Índice Bovespa.

Anexo 2: CDI x Ibovespa (dez/1995-set/2013) ⁵



⁵ Em azul, as janelas de tempo a partir de 10 anos em que o retorno acumulado pelo CDI superou o retorno acumulado pelo Índice Bovespa.

Anexo 3: JMalucelli Small Caps FIA – Rentabilidades (jun/08-set/13)

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%	-	-	-	-3,5%	59,5%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	-	-	-	-14,1%	-19,5%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 35.892.781,90

Anexo 4: JMalucelli Marlim Dividendos FIA – Rentabilidades (jun/08-set/13)

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%	-	-	-	-4,9%	60,4%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	-	-	-	-14,1%	-19,5%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 224.676.297,84

Anexo 5: Comparativo – Risco x Retorno (jun/08-set/13)

Rentabilidade	2013	12 meses	24 meses	36 meses	Início
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	-4,9%	-1,2%	5,4%	12,6%	60,4%
JMalucelli Small Caps FIA	-3,5%	4,5%	19,5%	12,3%	59,5%
Ibovespa	-14,1%	-11,6%	0,0%	-24,6%	-19,5%
Volatilidade	2013	12 meses	24 meses	36 meses	Início
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	11,9%	11,2%	13,4%	13,6%	18,1%
JMalucelli Small Caps FIA	12,9%	12,4%	11,8%	11,6%	14,7%
Ibovespa	21,2%	20,3%	22,0%	22,1%	30,8%