

Carta Trimestral – 3T11

Encontrar distorções entre o valor intrínseco das empresas e o preço pelo qual negociam no mercado é um tema bastante recorrente em nossas cartas. Nas últimas, estivemos focados em detalhar o nosso processo de análise e, mais recentemente, em demonstrar alguns casos onde colocamos esse processo em prática.

Nesta carta, decidimos abordar essa questão por um ângulo diferente. Nossa principal motivação foi a elevada volatilidade recente, ocasionada pela turbulência macroeconômica internacional. Durante períodos de crise ou de grandes estresses financeiros, as incertezas percebidas nas decisões de investimentos costumam ser maiores. Se por um lado aumenta a sensação de imprevisibilidade sobre os resultados futuros das companhias, por outro lado os preços das ações costumam cair com muita intensidade e, mesmo com projeções mais conservadoras, excelentes oportunidades de investimento podem aparecer.

Seguimos uma tese desenvolvida em finanças comportamentais e compilamos uma bibliografia multidisciplinar sobre os vieses existentes ao longo do processo de tomada de decisão (Decision-Making Theory) e suas contribuições para as ineficiências do mercado, principalmente em ambientes de elevado nível de incerteza e estresse.

Não pretendemos ser exaustivos, mas procuramos trazer alguns estudos e pontos de vista que consideramos bastante interessantes e contribuem para melhor reconhecer as principais características que naturalmente prejudicam as decisões de investimentos.

Esperamos conseguir passar um pouco do nosso entusiasmo com o assunto e fomentar futuras discussões.

Mercado Eficiente e suas Fragilidades

A hipótese sobre a eficiência de mercado (EMH – Efficient Market Hypothesis) é a proposição central em finanças há mais de quarenta anos. No artigo clássico sobre o assunto, Fama (1970) define o mercado financeiro eficiente como aquele onde o preço dos ativos sempre reflete as informações disponíveis.

Os principais argumentos para sustentar a eficiência do mercado são: (i) os investidores são racionais e, conseqüentemente, avaliam de maneira apropriada o valor intrínseco das companhias; (ii) na ocasião de alguns investidores atuarem de maneira não racional, seus investimentos são aleatoriamente equivocados e assim as apostas de uns anulam as apostas dos outros, sem afetar o preço final do ativo e (iii) quando investidores são irracionais de forma correlacionada, suas apostas encontram a atuação de arbitradores que eliminam suas influências sobre os preços.

No livro *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, o professor de Harvard, Andrei Shleifer, detalha as comprovações mais recentes das fragilidades encontradas nas suposições sobre a eficiência do mercado financeiro, principalmente em horizontes de curto prazo. Destacamos aqui somente o argumento usado por Shleifer para justificar a dificuldade da atuação dos arbitradores, já que utilizaremos o restante da carta para desenvolver algumas discussões que contribuem para entender por que as decisões de investimentos, muitas vezes, divergem das avaliações racionais modeladas pela teoria.

De maneira bastante resumida, o argumento central utilizado em finanças comportamentais para a limitação constatada na atuação dos arbitradores consiste na dificuldade prática de se realizar intervenções sem incorrer em em níveis muito elevados de risco.

A operação de arbitragem nos moldes dos livros-texto pode ser realizada entre um ativo e seu derivativo, como uma aposta entre o preço do dólar à vista e de um determinado vencimento de seu contrato futuro. Já no caso da venda da ação de uma empresa que se encontra superestimada, o arbitrador teria que encontrar algum outro ativo similar para montar uma posição comprada, dificultando em muito a efetividade da aposta.

A inexistência de ativos que sejam substitutos perfeitos dificulta que arbitradores sejam capazes de promover ajustes de curto prazo em distorções percebidas nos preços (Figlewski 1979, Campbell e Kyle 1993).

Pessoas Inteligentes e Decisões Equivocadas

O último livro escrito por Michael Maubossin, *Think Twice*, aborda algumas questões muito interessantes sobre o processo de tomada de decisão em investimentos e como é possível reduzir a probabilidade de incorrer nos equívocos mais comuns. Falaremos sobre alguns de seus argumentos e conclusões ao longo de toda a carta. Já citamos alguns comentários do Maubossin em nossa primeira carta, mas para refrescar a memória, Michael é professor da Columbia Business School, além de sócio e *Chief Investment Strategist* do Legg Mason Capital Management, uma gestora de recursos com mais de 25 anos, focada em investimentos de longo prazo e que administra atualmente mais de US\$ 600 bilhões.

Um dos pontos mais interessantes e principal motivador de abordarmos desse tema diz respeito ao reconhecimento dos nossos próprios vieses e limitações. Maubossin destaca em seu livro e ilustra com diversos exemplos que, em todos os campos do conhecimento, mesmo as pessoas mais inteligentes tomam decisões equivocadas. Dentro do universo de decisões de investimentos, isso acontece muitas vezes por excesso de confiança que acaba gerando concentração excessiva em uma determinada aposta ou, ainda pior, por excesso de alavancagem.

O exemplo mais famoso da nossa indústria aconteceu em 1998 quando o hedge fund, Long-Term Capital Management (LTCM), perdeu US\$ 4,0 bilhões e teve de ser resgatado por um conjunto de bancos. Utilizando elevado nível de alavancagem e extremamente confiante em seus modelos quantitativos, o grupo de executivos era composto por dois vencedores do prêmio Nobel de economia e alguns dos executivos de maior sucesso e com melhor reputação em Wall Street.

Maubossin resume em 3 etapas suas sugestões para maximizar a probabilidade de obter sucesso no processo de tomada de decisão para investimentos: Preparo, Reconhecimento e Atuação (“Prepare, Recognize, Apply”).

A primeira etapa tem sido abordada constantemente neste nosso veículo de comunicação com clientes e parceiros. Conhecer as companhias e seus ambientes competitivos, avançar na avaliação do valor intrínseco da empresa e só investir quando encontrar margem de segurança entre esse valor e a precificação das ações no mercado, esse é um mantra repetido constantemente por todos nós da Studio Investimentos. Essa cartilha não é repetida somente na Studio, investidores fundamentalistas costumam focar bastante nessa primeira etapa do processo de decisão sugerido por Maubossin.

Já o Reconhecimento encontra menos repercussão no mercado financeiro. O investidor Charlie Munger é um dos poucos que atribui grande relevância a esse tema e costuma dizer que tudo que deseja saber é onde vai morrer, para que nunca vá até lá. Focar nos erros, reconhecer os vieses e imperfeições e não utilizar alavancagem são conselhos encontrados com frequência nas declarações de Munger.

Seguindo no caminho de entender nossas limitações para “Atuar” da melhor maneira possível, destacaremos abaixo alguns trechos selecionados de três livros escritos por profissionais renomados em diferentes especialidades e que acreditamos possam contribuir para uma discussão bastante interessante. Os dois primeiros trazem contribuições para o tema do “Reconhecimento” das limitações e o último foca em exemplos da fase da “Atuação” em condições de estresse.

Sob Estresse, Selecionados pelo Curto Prazo

Robert Sapolsky é biólogo e neurologista da Universidade de Stanford e, em seu livro *Why Zebras don't Get Ulcers*, torna acessível ao público em geral as conclusões de diversos de seus estudos realizados nos últimos anos. As constatações sobre a reação dos animais quando submetidos a condições de estresse possui implicações bastante interessantes para a avaliação das decisões de investimentos em momentos de alta volatilidade ou crises financeiras.

Sapolsky vai muito além do assunto que comentamos aqui nesta carta. Por isso, concentramos nosso foco nos trechos onde são abordadas as evidências evolutivas que demonstram como fomos selecionados para agir focados no curto prazo quando enfrentamos situações de risco iminente.

Todos os vertebrados respondem a situações de estresse liberando o mesmo conjunto de hormônios, como adrenalina e glucocorticoides, que instantaneamente aceleram a frequência cardíaca e elevam o nível de atividade corporal. Sapolsky enfatiza que a reação do organismo é brilhantemente adaptada para reagir a ameaças inesperadas de curto prazo: “Você mobiliza toda a sua energia nos músculos, eleva a pressão sanguínea e desliga tudo que não é essencial para a sobrevivência, como os sistemas digestivo e reprodutivo.”

Em seus estudos, o autor confirma que mesmo em situações de estresse da vida moderna, como crises financeiras, ainda tendemos a desligar nossos sistemas periféricos, agir menos com a razão e contar mais com reações emotivas, rápidas e intuitivas. Essas reações foram muito úteis para garantir a sobrevivência na fuga de predadores, mas estão longe de ser ótimas quando se decide sobre a venda ou não de uma ação após uma queda de 20% provocada por uma notícia inesperada.

Nesse ponto, é válido conectar algumas avaliações feitas por Maubossin em *Think Twice* com as conclusões de Sapolsky. Maubossin afirma que entre “tomadores de decisão” comuns, uma parcela muito pequena do processo de análise passa por entender bem o problema, nossos vieses e limitações. Conhecer nossas tendências naturais aos equívocos contribui para melhorar significativamente a qualidade dos processos de decisão e, conseqüentemente, a acurácia dos resultados.

Emoções versus Racionalidade

A tendência ao curto prazismo analisada por Sapolsky ganha aplicações mais práticas e atuais nos estudos de Antonio Damasio. Chefe do departamento de neurologia da Universidade de Iowa, em *Descartes' Error – Emotion, Reason and Human Brain*, Damasio trata da relação entre emoção e razão na tomada de decisão. Para isso o autor se baseia em sua longa experiência com pacientes neurológicos com alguma espécie de distúrbio que afete processo decisório e as reações emotivas.

A interação entre o processo emocional e racional é narrada por Damasio com implicações muito impressionantes. A influência da emoção é exercida de maneira rápida e intuitiva, sendo predominante e decisiva para a sobrevivência em diversos momentos. O medo é um exemplo evidente de uma emoção que pode salvar um animal de uma situação de perigo, sem necessitar que o mesmo realize avaliações complexas pesando os prós e contras daquela decisão.

No livro, ele destaca que essa é a beleza de como a emoção funcionou ao longo da evolução para permitir que os animais agissem *inteligentemente*, sem necessitar que pensassem *inteligentemente*. No caso dos seres humanos, entretanto, a história foi se mostrando mais complicada. A racionalidade nos dá a opção de pensar *inteligentemente* antes de atuar, e contribuiu ainda para descobrirmos que a emoção pode resolver diversos problemas, mas está longe de equacionar 100% dos problemas desenvolvidos em nossa sofisticada e complexa vida em sociedade.

Sem menosprezar as inúmeras conclusões apresentadas por Damasio, neste nosso contexto vamos nos ater aos estudos realizados com pacientes que apresentavam alguma lesão que afetou seu córtex pré-frontal, parte do cérebro responsável pelo processamento das emoções.

Damasio destaca que as evidências recentes comprovam que mesmo emoções negativas brandas, que não provocam a perda do autocontrole, podem ocasionar decisões subótimas em algumas situações. Para nosso interesse mais objetivo, Damasio realizou um estudo onde agrupou seus pacientes com disfunção no córtex pré-frontal com indivíduos normais para participar de um jogo com uma moeda não viciada onde os participantes começavam com US\$ 20 e jogavam um total de 20 rodadas. A cada rodada os participantes tinham que decidir entre investir ou guardar US\$ 1,0 e ganhariam US\$ 2,5 se a moeda desse cara ou perderiam seu dólar se desse coroa.

Claramente o valor esperado do investimento é positivo $\{50\% \times (2,5) + 50\% \times (0)\} = \text{US\$ } 1,25$. A decisão racional e com melhor resultado esperado é, portanto, participar de todas as rodadas investindo seu dólar.

A conclusão do estudo é bastante curiosa. Os jogadores normais comprovam um viés amplamente documentado em finanças comportamentais, conhecido como “Miopia por aversão a perda” (Benartzi e Thaler, 1995). A implicação desse viés leva a uma supervalorização do curto prazo, onde os participantes extrapolam uma realização recente sem atribuir importância suficiente para o fundamento por trás do evento.

No caso em questão, todos sabemos que uma moeda não viciada tem 50% de chance de dar cara e 50% de chance de dar coroa, no entanto ao ser impactado com uma sequência negativa de 3 coroas seguidas (perdendo US\$ 3,0), o jogador sofre a influência dessa realização negativa de curto prazo e passa a atribuir uma probabilidade maior do que 50% de uma nova coroa sair, assim sendo para de investir e reduz seu retorno potencial.

A questão curiosa foi constatada no grupo selecionado de pacientes. Os indivíduos com disfunção emocional continuaram jogando racionalmente, mesmo após algumas realizações desfavoráveis e obtiveram melhores resultados do que o grupo de indivíduos normais.

O resultado do experimento não pode ser interpretado radicalmente. O importante, mais uma vez, é ter consciência das influências que sofremos por diversos fatores e tentar controlar seus efeitos.

Como decidem os Sobreviventes

Finalmente, o último tema que consideramos pertinente para acrescentar nesta carta foi abordado pelo jornalista do NYT e da National Geographic, Laurence Gonzalez, no livro chamando *Deep Survival – Who Lives, Who Dies and Why*.

Ao longo de toda carta, falamos muito sobre nossa tendência natural a cometer equívocos. Em *Deep Survival*, Laurence aborda experiências muito interessantes de como podemos controlar esses impulsos e atuar de forma eficaz para sobreviver às situações mais extremas. Acreditamos que existem paralelos relevantes entre as experiências de sobrevivência descritas pelo autor e as precauções aplicáveis para tomar decisões de investimentos com diligência. Temas como preparo, método, disciplina e margem de segurança são citados com muita frequência como necessários para sobreviver às situações radicais tratadas no livro e, sem dúvida, são cruciais para enfrentar as crises e imprevisibilidades do mercado financeiro.

Estar bem fundamentado e preparado para tomar as decisões pode não ser suficiente se as influências emocionais, psicológicas e biológicas não forem compreendidas e reconhecidas. A influência desses fatores, não racionais, ganha muita relevância nas situações de estresse (como crises financeiras) e a altíssima volatilidade dos preços nesses momentos demonstra os impactos emocionais nos investidores.

É bastante comum encontrarmos estatísticas de como os investidores individuais costumam se deixar levar pelo humor pontual que predomina em alguns momentos e vender suas ações nos momentos de baixa ou comprar quando o clima de euforia e otimismo predomina. Na maioria das vezes, estas decisões acabam comprovando-se equivocadas e ocasionam perdas significativas de rentabilidade em seus patrimônios.

Em *Deep Survival – Who live,s Who dies and why*, Laurence Gonzales reúne diversas histórias de indivíduos que obtiveram sucesso em sobreviver em situações extremas. Segundo suas pesquisas, Laurence afirma que 90% dos indivíduos entram em pânico ou ficam paralisados quando confrontados com uma situação que envolva muito risco. *Deep Survival* trata da história dos 10% dos indivíduos que conseguem agir racionalmente, com que Laurence conviveu durante os 14 anos cobrindo atividades altamente arriscadas como mergulhos em águas ultra profundas, jatos pousando em porta-aviões, escaladas radicais, navegações transoceânicas, etc.

Em comum, todos demonstraram processos muito bem definidos de tomada de decisão. Processos testados e treinados por bastante tempo. Para sobreviver às avalanches nas escaladas, às mudanças de ventos no pouso dos caças, a tempestades nos oceanos, o dever de casa tem que ter sido feito com muita diligência. O equipamento tem que estar perfeito, as precauções têm que considerar margem relevante de segurança (com mantimentos para escaladores e navegadores, com oxigênio para mergulhadores, com combustível para pilotos).

Mas nem todas essas precauções são suficientes, os indivíduos têm que reconhecer as suas limitações, agir com parcimônia e procurar o momento certo para aproveitar as oportunidades que em algum momento voltam a aparecer.

Decisão na Studio

A atuação dos sobreviventes analisada por Laurence Gonzales possui diversas características em comum com o processo de decisão da Studio Investimentos. Através do estudo profundo das companhias e seus ambientes competitivos, nos preparamos para as oportunidades potenciais. Com método e disciplina nos mantemos constantemente atualizados, em contato com executivos, acionistas, concorrentes, órgãos reguladores, associações, etc, alimentando sempre os modelos de avaliação das companhias e comparando os retornos implícitos nos preços das ações.

As decisões tomadas em comitê também contribuem de maneira muito significativa para a redução dos vieses. Os casos de candidatos a investimentos são apresentados para os membros do comitê e reconhecendo os problemas que enfrentamos na tomada de decisão, todos atuam para minimizar qualquer contágio das influências tratadas aqui.

Momentos como o da atual crise global costumam ser o palco ideal para a atuação de investidores fundamentalistas com métodos bem definidos, processos testados e com os interesses alinhados no longo prazo. O preciosismo de buscar o exato momento de mudança nas expectativas pode levar a perder oportunidades de obter retornos extraordinários.

Voltando aos três pontos cruciais do Maubossin (“Prepare, Recognize, Apply”) temos certeza de que estar preparado é extremamente necessário para tomar boas decisões de investimentos, mas está longe de ser suficiente. Gestores de recursos preparados e inteligentes costumam ser a regra do nosso mercado e não a exceção. Mais incomum é encontrar a capacidade de reconhecer as limitações, domar as emoções e, acima de tudo, aprender com os erros, essas são características bem mais subjetivas e raras entre os investidores. Reconhecemos nessas lacunas uma oportunidade importante de atuar para proporcionar melhores retornos de longo prazo, por isso dedicamos essa carta ao tema.

Política de Investimento

O fundo tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade local, no longo prazo, através de investimento em ações no Studio Master Fundo de Investimento em Ações.

Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.	
2009	Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06	-
	Ibovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77	11.58	-0.83	6.84	5.20	0.74	2.43	29.07	35.61	
	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04	
2011	-2.19	-1.12	3.52	0.01	1.27	-2.30	-3.82	-2.97	-2.28	6.00			-4.24	29.85	
	-3.94	1.22	1.79	-3.58	-2.29	-3.43	-5.74	-3.96	-7.38	11.49			-15.82	-14.10	

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 137.2 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 74.3

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 231

*** Atualizado até 31/10/2011

Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação:	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate:	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livre
Informações Bancárias:	Favorecido: STUDIO FIC FIA – CNPJ: 11.225.767/0001-35 – Banco Bradesco (237) Agência: 2856-8 – CC: 613.574-9

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	25%
Industrial	14%
Consumo	11%
Mineração	10%
Transporte	7%
Siderurgia	7%
Saúde	6%
Energia Elétrica	3%
Construção	3%
	86%

*Atualizado em 31-out-2011

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	16%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	28%
> R\$10 bi	41%
	86%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	19%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	13%
> R\$20 mm	53%
	86%

Gestor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.

CNPJ: 11.006.650/0001-60
Av. Niemeyer 2, Sala 103
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22450-220
www.studioinvest.com.br
contato@studioinvest.com.br
Tel: (21) 3554-0600
Fax: (21) 3554-0606

Administrador / Distribuidor

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson 231, 11º andar
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 20030-905
www.bnymellon.com.br/sf
SAC: sac@bnymellon.com.br
ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses, e, para avaliação da performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.