

ALASKA

ASSET MANAGEMENT

CARTA TRIMESTRAL

4º Trimestre de 2015

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

No quarto trimestre de 2015, o Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I registrou -5,74%, ante +2,9% do IPCA+6% (benchmark), +3,43% do CDI e -3,79% do Índice Bovespa.

	4T15	Desde Início
Alaska Black	-5,74%	-14,73%
Ibovespa	-3,79%	-23,62%
IPCA + 6% a.a	+4,23%	+66,45%
CDI	+3,31%	+46,96%

A composição do desempenho do trimestre, por setor, é mostrada abaixo:

Ativo	4T15
Arbitragem	0,91%
Consumo	-0,12%
Custos	-0,16%
Imobiliário	-1,18%
Industrial	-1,33%
Caixa	0,31%
Siderurgia	-1,43%
Logística	-0,50%
Shopping	1,27%
Hedge	-3,51%
Total	-5,74%

O fundo encerrou o 4º trimestre de 2015 com as seguintes características:

1. Investimentos e Desinvestimentos: No quarto trimestre desinvestimos de três empresas focadas no setor de consumo. Concentramos mais a carteira em ativos que se depreciaram mais em relação ao restante da carteira, por não vermos deterioração de fundamentos no longo prazo. Hoje, possuímos nove empresas na carteira.

2. **TIR:** A taxa interna de retorno esperada do portfólio de empresas projetada por nós subiu de 27,33% no 3º trimestre de 2015 para 26,37% ao ano no 4º trimestre. O aumento vem por conta da concentração da carteira em ativos que tiveram uma desvalorização forte no período.
3. **Proventos:** o fundo recebeu no 4º trimestre deste ano cerca de R\$ 1,59 mil em proventos das empresas (dividendos e JCP - juros sobre capital próprio). No ano todo recebemos R\$ 726 mil em proventos.
4. **Outras Receitas:** o fundo teve no 4º trimestre de 2015 um resultado negativo de cerca de R\$ 930 mil em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge e remuneração sobre o caixa. No ano, essas receitas geraram um acumulado de R\$ 1,43 milhões de reais.

Na tabela abaixo mostramos quanto o lucro líquido e as receitas das empresas que investimos representam do patrimônio líquido do fundo. Como enxergamos o fundo como uma holding, vemos a carteira de hoje versus a carteira que tínhamos um ano atrás.

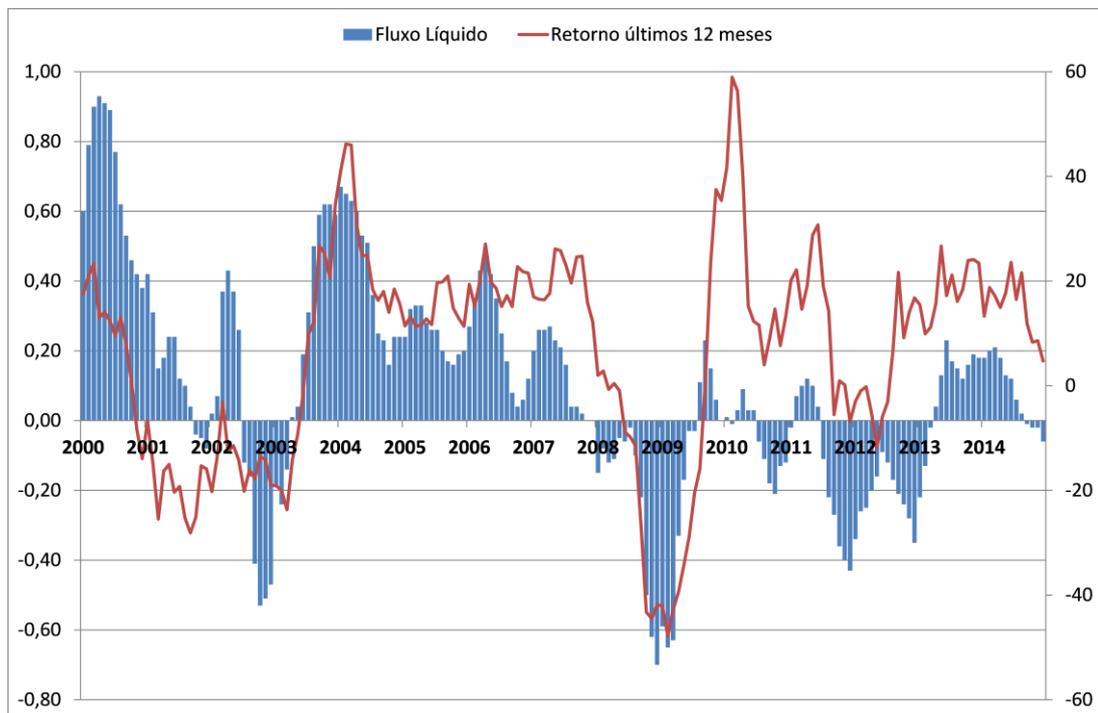
% do PL do fundo	3T14	3T15	Varição
Receita Líquida	6,37%	54,94%	762,50%
Lucro Líquido	1,11%	0,62%	-43,80%

Ciclos

Em cartas passadas já definimos o comportamento cíclico do mercado, oriundo de momentos de expansão e contração econômicas, otimismo e pessimismo. Ilustramos também a diferença principal entre valor e preço de ativos e o porquê as quedas de preço no curto prazo são na verdade oportunidades (afinal, para um mesmo valor preferimos pagar o mais barato possível). Nesta carta focaremos nas causas que levam os investidores a provocar as distorções e anomalias de mercado que apontamos previamente.

Um pressuposto chave para várias teorias econômicas e financeiras é assumir a racionalidade dos participantes do mercado, e isso é um tanto problemático. Um agente é considerado racional se analisa todas as possibilidades dentro de seu espectro de informações, mensura qual é a melhor decisão e a toma em 100% das ocasiões. Vemos no mundo real que o comportamento do mercado passa longe dessa premissa. O investidor médio age emocionalmente, guiado por otimismo e pessimismo, e se convence de que está tomando a melhor e mais lógica decisão.

O *Investment Company Institute* contabiliza os fluxos de entrada e saída de capital dos fundos de investimento, e dele tiramos uma conclusão clara: o investidor compra na alta e vende na baixa. O gráfico abaixo nos mostra que os grandes fluxos de entrada de capital coincidem com as altas do mercado e as grandes saídas ocorrem nas baixas. Estão nele o fluxo líquido nos fundos de ações e o retorno percentual nos últimos 12 meses do *MSCI All Country World Daily Total Return Index*.



Fonte: Investment Company Institute e Morgan Stanley Capital International

Outra empresa de pesquisa, *DALBAR*, nos mostra o custo desse tipo de comportamento para o investidor médio. Em uma análise da indústria de fundos entre os anos 1995 e 2014, o investidor médio obteve **metade** do retorno anual médio do índice S&P 500. Isso se traduz em um retorno absoluto no período de cerca de três vezes menor que o mercado (555% do S&P 500 e 162% para a média).

O comportamento autodestrutivo do investidor é o principal obstáculo para obtenção dos altos retornos que o mercado acionário oferece.

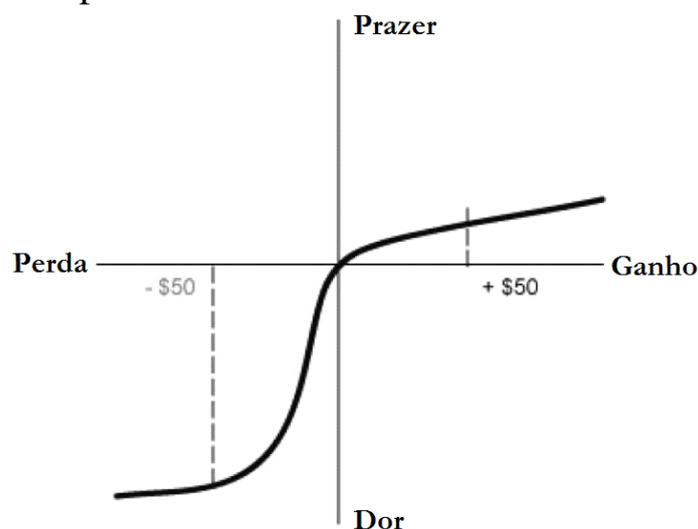
Psicologia e Biologia

Daniel Kahneman e Amos Tversky desenvolveram em 1979 a teoria dos prospectos, um importante marco para o

campo das finanças comportamentais. Foi criada como contraponto à teoria da utilidade esperada, por afirmar que as pessoas, quando confrontadas com certos problemas de "loteria" (que envolvem cenários e probabilidades de ocorrência), tomam decisões baseadas nos ganhos e perdas de cada alternativa, e não no resultado final esperado de cada uma delas.

Para nós, a principal conclusão dos estudos de Amos e Kahneman é que as pessoas valorizam ganhos e perdas de forma diferente, um tema que até então não havia sido abordado diretamente por nenhuma outra teoria. Através de uma série de estudos, os dois psicólogos descobriram que as pessoas sentem mais dor com as perdas do que sentem prazer com ganhos. Por exemplo, uma sequência de +10% e -5% tende a ser menos prazerosa do que uma sequência de +2% e +2%, embora a primeira opção resulte num ganho maior.

Em um gráfico, representamos a intensidade emocional dos ganhos e perdas:



Outra conclusão que tiramos disso é que, quando confrontadas com riscos ou incertezas, pessoas focam seus esforços em evitar perdas e não em buscar oportunidades favoráveis. No mercado, a aversão ao risco leva a uma série de comportamentos subótimos. Desempenho e rentabilidade são avaliados de forma relativa, ou seja, não adianta ganhar dinheiro se todos ganharam mais que você. A consequência disso é ter um grupo de pessoas que se preocupa em evitar ser pior que a média, à custa de nunca ser melhor.

Quando todos tem esse foco, surgem aglomerações de investidores buscando segurança nas opiniões uns dos outros. Alguns pesquisadores já modelaram sobre a formação de tais grupos, utilizando a lógica de cascatas de informação, apresentada em Bikhchandani et al. (1992) and Welch (1992). Nesses modelos, mesmo um investidor muito bem informado pode ser convencido a abandonar suas informações corretas para seguir as ações da maioria. Não faltam exemplos de acontecimentos desse tipo na história. A primeira bolha documentada ocorreu em 1637, no mercado de Tulipas da Holanda.

Às vezes a irracionalidade é tanta, que até convence grandes gênios como Isaac Newton a investir com o grupo, como foi no caso da “South Sea Company” que podemos ver no gráfico abaixo:

**Ação da South Sea Company
Dezembro 1718 - Dezembro 1721**



Source(s): Marc Faber, Jeremy Grantham, Sir Isaac Newton

Os exemplos não são só encontrados em bolhas de ações. Outros pesquisadores documentaram evidências empíricas da irracionalidade de grupos em diversas situações:

- Bancos costumam reconhecer juntos prejuízos de certos tipos de ativos (Rajan, 1994);
- Há uma influência do mercado em decisões de pagar dividendos ou captar dívida;
- Ondas de IPO em certos mercados;
- Consensos em recomendações de ações;
- Ocorrências de certos tipos de operações entre empresas (fusões, aquisições no mercado, emissões de ação);
- Corridas bancárias ocorrem por uma cascata de medo em que os participantes são mais propensos a sacarem seus recursos se veem outras pessoas fazendo o mesmo (Corb, 1993);
- Orson Wells conseguiu causar pânico generalizado na população através de sua transmissão de “Guerra dos

Mundos” no rádio. Ninguém se preocupou em checar a veracidade dos fatos, apenas em repassar o pânico.

As origens desses comportamentos foram bastante estudadas por alguns psicólogos ao longo do século passado. A maioria deles buscava provar o poder de influência do grupo na opinião de indivíduos. Um dos experimentos clássicos sobre o assunto foi realizado em 1935, por Muzafer Sharif. Nele, mostrou que consensos de grupo afetam a forma que indivíduos tomam decisões por conta própria. Posteriormente, Solomon Asch também documentou a influência que grupos têm na tomada de decisão individual, através de um experimento bastante conhecido. Asch fez um experimento em que voluntários foram convidados a julgar o comprimento correto de uma linha, comparando-a com três linhas de amostragem. O experimento foi montado para que houvesse uma resposta claramente correta. Mas Asch havia montado um grupo com uma maioria de atores, que escolhiam deliberadamente a resposta errada. A pressão da maioria influenciou os voluntários. Ele descobriu que 74% concordaram com a resposta errada pelo menos uma vez e 32% o fizeram o tempo todo.

Os eventos empíricos citados anteriormente, e as pesquisas feitas por psicólogos nos mostram que as pessoas buscam a “sabedoria” do grupo para tomada de decisão, ou simplesmente decidem se livrar do **desconforto** de divergirem da maioria. Robert Cialdini denominou de “*social proof*” a busca por confirmação que as pessoas procuram em grupos. Funciona como um atalho programado em nosso cérebro, que ao invés de tentar buscar sozinho a solução para cada etapa do problema, busca uma solução ótima na maioria. Quando não estamos confiantes em nosso julgamento, tendemos a dar muito valor no conhecimento do coletivo. E frequentemente esse coletivo não está reagindo a nenhuma fonte superior de informação, mas eles próprios aos

princípios da prova social. Charles Mackay, um poeta, jornalista e compositor do Reino Unido (*Perth*, Escócia, 1814 — 1889), escritor do livro “*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*” já disse: “Os homens pensam em grupo, ficam loucos em grupo e só recuperam seus sentidos vagarosamente, um por um.”

O pensamento em grupo não é necessariamente ruim. Na maior parte de sua existência, a humanidade passou preocupada em sobreviver, caçar, lutar, fugir, comer, e não nos retornos do mercado acionário, em taxas de juros ou aposentadoria. Nesse ambiente evolutivo, nossos cérebros se adaptaram a uma realidade de riscos e perdas muito diferentes do que lidamos no dia-a-dia do mercado financeiro.

Cientes de que podemos estar no “modo medo”, de instinto primitivo, e não com mecanismos racionais e lógicos em ação, passamos a entender o porquê tomamos decisões equivocadas em momentos de extremo pessimismo ou otimismo. Ao considerarmos nossas tendências psicológicas, nossa biologia evolutiva, a química de nosso cérebro, a rejeição dos indivíduos à perda, a tendência das pessoas de seguirem as massas e a ciclicidade dos mercados, podemos traçar algumas estratégias simples para usufruirmos dessas características do mercado, e ao mesmo tempo nos proteger de “nós mesmos”.

Nosso trabalho como investidores profissionais é seguir sem desvios a estratégia racional de longo prazo que estabelecemos para o fundo. Isso normalmente significa suportar os desconfortos que essa estratégia pode trazer, já que, como vimos, podemos ser vítimas de nossa própria psicologia quando o assunto é longo prazo. Para que os fatores psicológicos não afetem nosso dia-a-dia, temos uma rotina disciplinada bem definida de processos que nos ajudam.

Uma das principais fontes de dúvida para um investidor surge quando o mercado está se movimentando de forma contrária às suas convicções. O medo de estar errado sozinho traz à tona medos primitivos, e diversas dúvidas à cabeça como “o mercado sabe de algo que não sei” ou “todos estão ganhando, menos eu”. Um processo de investimento bem estruturado atua em todas as possíveis fontes de inseguranças de um investidor, começando pelo entendimento do mercado.

O que é o mercado:

Para evitar esse tipo de pensamento é preciso primeiramente definir o que é o mercado; a conclusão do porquê usufruir de suas imperfeições ao invés de servi-lo, é consequência. O que conhecemos como mercado é na verdade um conjunto de pessoas realizando operações de compra e venda de ativos publicamente negociados. O preço que vemos diariamente nada mais é que a soma das opiniões de cada indivíduo do mercado, sem distinção do que é certo ou errado, um simples equilíbrio de oferta e demanda. Por conta disso, suas variações diárias funcionam muito como um termômetro de otimismo e pessimismo. Em uma excelente analogia, Benjamin Graham afirma que devemos enxergar o mercado como um sócio de negócios com humor bastante bipolar, que a cada dia oferece comprar nossa participação por certo preço ou vender a sua própria. A ideia principal é que não somos obrigados a comprar ou vender em momento algum, e podemos esperar até que o mercado nos apresente um preço atrativo, tanto de venda, quanto de compra.

Benjamin Graham, quando perguntado se os profissionais de Wall Street são melhores que os outros nas previsões, ele disse: *“Bem, nós temos perseguido essa questão por uma geração ou mais. E devo dizer, honestamente, que nossos estudos indicam que entre jogar uma moeda pra cima e seguir a opinião consensual dos*

especialistas de mercado, os resultados são praticamente os mesmos. Sua pergunta do por quê eles não serem mais confiáveis é muito boa e interessante, e minha explicação é essa: todos em Wall Street são tão inteligentes que seus brilhantismos se anulam. E tudo que eles sabem já está refletido no preço das ações e, conseqüentemente, o que acontece no futuro representa o que eles não sabem.”

Bill Miller, ex-presidente do conselho e chefe de investimentos da *Legg Mason Capital Management*, foi eleito entre as 30 pessoas mais influentes em investimentos pela *SmartMoney*, eleito pela revista *Money* como "O melhor gestor da década de 1990", além da *Barron's* tê-lo nomeado com sendo membro do time de investimento do século. Bill Miller disse, de forma sintetizada, o mesmo que Benjamin: *“Eu frequentemente lembro nossos analistas que 100% das informações que você tem sobre uma empresa representa o passado, e 100% do real valor de uma empresa depende do seu futuro.”* Ou ainda: *“O que nós fazemos é tentar tirar vantagem dos erros que os outros fazem, usualmente porque são muito orientados no curto prazo, ou porque reagem a eventos dramáticos, or porque superestimam o impacto de eventos.”*

Do ponto de vista de informação, é difícil imaginar que o mercado seja mais bem informado que a média de seus participantes. A partir dessa definição, chegamos ao próximo ponto importante:

Estude seus investimentos:

Em um ambiente contaminado por reações emocionais, fatos e informações são o porto seguro de um investidor. Insegurança é fruto da falta de informação e de profundidade de análise.

Alguém que se aprofundou na análise de seus investimentos, sabe tão bem defendê-los quanto criticá-los.

Ao analisarmos algum ativo devemos tomar uma postura imparcial para evitar vieses. Muitas vezes procuramos informações que confirmem nossas crenças prévias, um exemplo claro de “viés de confirmação”. Em outras situações damos peso excessivo para informações mais recentes ou mais presentes na mídia, por conta do “viés de disponibilidade”.

Quantifique o valor justo de seus ativos:

Toda análise bem informada deve culminar em uma métrica que quantifique o valor de um dado ativo. Uma boa métrica é aquela que pode ser aplicada ao maior número de ativos possível, sem perda de significância. Valor presente do fluxo de caixa futuro, ou valor de reposição do ativo, ou ainda o quanto um investidor estratégico (do mesmo ramo de atuação) estaria disposto a pagar pelo negócio, são exemplos de métodos simples e que municiam o investidor de ferramentas úteis para descobrir ou calcular o valor justo de um ativo.

Tenha disciplina:

A compra de um ativo, para um investidor de longo prazo, deveria ser um processo disciplinado. Se as informações estiverem bem documentadas, para acesso a qualquer momento assim como os motivos da compra e seu preço, o investidor ficará menos dependente de seu estado emocional, antes de tomar uma decisão.

Tornar o processo de compra e venda racional por meio de métricas é importante para evitar que vieses o contaminem. Investidores muitas vezes têm dificuldades em vender

posições ganhadoras, mesmo com preços em patamares incompatíveis com seu valor. Outros cometem o erro de insistir em um ativo, mesmo depois da deterioração de seus fundamentos. Informações documentadas no momento inicial do investimento lembrará o investidor dos motivos originais da compra, e em que nível de preço não ficaria mais interessante ter o ativo.

Pergunte a si mesmo:

Por que você está do lado certo ao efetuar uma compra ou uma venda de ações? Por que o outro lado está errado?

Comprar barato funciona. Os estudos que contradizem a eficiência do mercado mostram que portfólios baratos, com baixos P/B (“*price to book*”, ou preço dividido por valor contábil), tem desempenho melhor que a média de mercado em todos os períodos, qualquer que seja o país. Há razões estatísticas e históricas para acreditar que comprar barato seja uma forma de se estar do lado correto. Os primeiros estudos foram feitos na década de 30 e continuaram a ser tema até hoje.

Um estudo de Roger Ibbotson, professor da *Yale School of Management* e presidente da *Ibbotson Associates*, intitulado *Decile Portfolios of the New York Stock Exchange, 1967 – 1984*” mostrou a relação entre os retornos anuais das ações *versus* seus descontos ou prêmios para o valor contábil. O estudo considerou 18 anos entre 1966 e 1984, com os seguintes resultados:

	Decis	Retorno a.a.
Mais barato	1	14,36%
	2	14,40%
	3	14,39%
	4	12,43%
	5	8,82%
	6	8,36%
	7	7,69%
	8	5,63%
	9	5,26%
Mais caro	10	6,06%

Durante o período acima, o retorno médio do mercado foi de 8,6% ao ano.

Outro estudo, feito por Werner F.M. DeBondt (Universidade de Wisconsin) e Richard H. Thaler (Universidade de Cornell) abordou a mesma relação de valor de mercado em relação ao valor contábil. Foram formados 6 portfolios, com amostras entre 1.015 e 1.339 ações, divididas em cinco quintis, de acordo com seus preços em relação ao valor contábil, um para cada ano: 31 de dezembro de 1969, 1971, 1973, 1975, 1977 e 1979. O retorno para o investimento em cada portfolio foi medido nos próximos 4 anos. Resultados a seguir:

	Quintis	Retorno total a mais ou a menos que o mercado nos 4 anos seguintes a formação do portfólio	Retorno total a mais ou a menos que o mercado nos 4 anos anteriores a formação do portfólio	P/B na data de formação do portfólio
Mais barato	1	40,70%	-25,80%	0,36
	2	22,60%	-3,00%	0,76
	3	9,50%	16,30%	1,02
	4	5,00%	37,60%	1,43
Mais caro	5	-1,30%	76,20%	3,42

Os ativos subvalorizados do estudo provavelmente eram alvos de notícias negativas e de um pessimismo exacerbado pelo mercado. Muitos participantes não conseguiram imaginar uma mudança no *status quo* e por isso as ações permaneceram nesses preços.

Seja consciente:

Não há maneira de estar sempre certo no mercado de ações, e até agora nenhum grande investidor se consagrou sem cometer erros emblemáticos. De todos os erros que podemos cometer, alguns são mais evitáveis que outros. Erros de natureza psicológica estão entre aqueles que podem (e devem) ser evitados a todo custo. Um bom investidor não precisa saber a direção de todos os indicadores econômicos do mercado, mas deve reconhecer suas ansiedades, medos, e os erros que podem ser cometidos por causa deles, e principalmente como evitá-los. Deve saber como identificar a irracionalidade não só em si mesmo, mas no mercado, e ter a frieza para aproveitar as distorções causadas por ela.

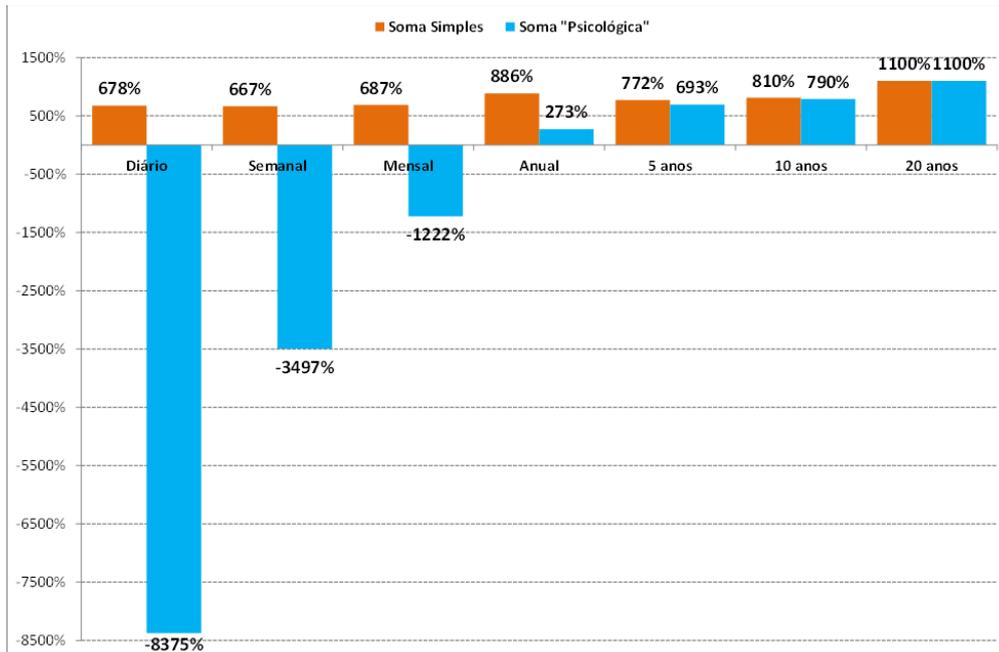
Seja paciente:

“Investir tem que ser como assistir a grama crescer ou ver tinta secar. Se quer algo emocionante, vá para Las Vegas”

– Paul Samuelson

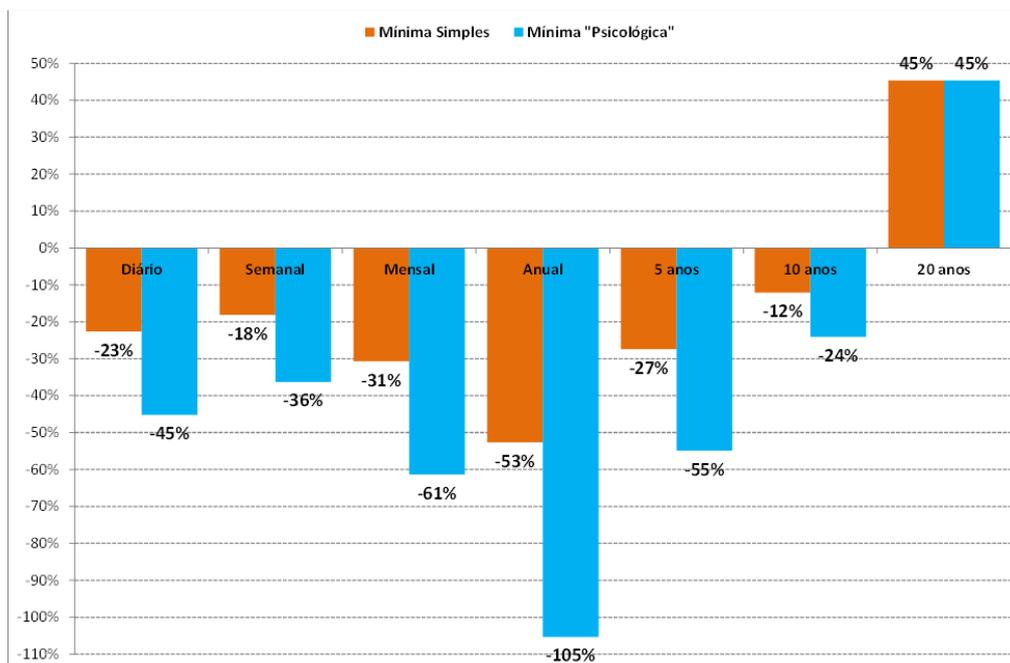
Mensurar com frequência o sucesso de seu investimento é estressante e equivocado. O que se enxerga ao olhar preço no curto prazo é na verdade o humor do mercado, e não o valor do ativo.

O estresse vem do peso maior que damos para as perdas, em comparação com os ganhos. Abaixo fizemos uma demonstração ilustrativa, considerando que sentimos duas vezes mais as perdas que valorizamos os ganhos. No gráfico dividimos os últimos cem anos do índice Dow Jones (representativo do mercado acionário americano) em períodos diários, semanais, mensais, anuais, e de 5, 10 e 20 anos, para representar a frequência que cada investidor observa seus investimentos. A coluna laranja representa a soma simples dos retornos nos períodos determinados. Na coluna azul, a conta é simples: se de um período para outro houve valorização, somamos o valor da valorização; se houve desvalorização, subtraímos este valor multiplicado pelo fator 2 que atribuímos a perdas.



Vemos que nos períodos diário, semanal e mensal, os retornos negativos pesam muito mais, pelo simples fato de os vermos mais vezes. O investidor que revisita os preços anualmente é muito menos provável de ver um retorno negativo, e por isso a coluna azul é positiva. Na periodicidade de 20 anos as contas são iguais, pois não há período de 20 anos com retorno negativo na história do Dow Jones. Conseguimos minimizar a dor se evitarmos medir nossos investimentos por preços de curto prazo.

Em outro gráfico separamos a pior variação já vista dentro de cada um dos períodos definidos, utilizando a mesma lógica.



Dois períodos chamam a atenção: O primeiro diz respeito a pior variação diária, de -23%, no evento chamado de “*Black Monday*” em 19 de Outubro de 1987. Já o segundo relevante é o período de 20 anos, em que mesmo a pior rentabilidade foi uma variação positiva de 45%. Destes fatos tiramos duas conclusões: (i) se olharmos os preços dos investimentos com frequência anual temos mais chances de ver um retorno positivo; (ii) para um indivíduo nunca sofrer ao ver perdas com perdas, um período de 20 anos é recomendado.

Como disse Sir John Templeton, “*O momento em que um ativo está sendo negociado no seu melhor ponto de compra é quando a maioria das pessoas está tentando vender. Não há qualquer outra razão para o preço de um ativo cair para níveis tão baixos. Se você esperar sair do túnel em direção a luz do sol para comprar, irá pagar mais caro por isso. Se você até mesmo esperar para ver a luz no fim do túnel para comprar, você já terá passado pelos melhores dias de compra.*”