86. O papel da intuição nos investimentos

Sebastião Bergamini Junior[1]

A intuição permeia fortemente a gestão ativa na renda variável. Analistas conservadores recomendam a gestão passiva para os fundos de pensão. Estes são os temas desse artigo.

Introdução

De 2010 a 2017 o número de pessoas que transacionavam ações na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) através de seus *home broker* não ultrapassava 500 mil, mas nos cinco anos seguintes sofreu espantoso crescimento, fechando em 4,6 milhões de investidores em 2022. Esse fantástico aumento se deve, dentre outras razões, à redução da taxa de juros, à diminuição dos custos de corretagem, à incorporação de novas tecnologias de negociação, ao *boom* das mídias sociais com o surgimento do *influencer financeiro*, e aos efeitos da pandemia da COVID-19. A procura por "fazer dinheiro" nas bolsas intensificou, se tornando um fenômeno global, inclusive com forte atuação de pessoas físicas nas operações *day-trade*. Os livros de *gurus da bolsa* se multiplicaram, juntamente com suas receitas mágicas para a multiplicação da riqueza, sendo algumas vindas de *influencers* com pouco patrimônio pessoal. Em sua grande maioria essas obras são de pouca valia para orientar os investidores. Um livro que recomendo constitui exceção à esta regra, com *insights* interessantes obtidos a partir da divisão dos operadores da Bolsa entre Trader e Investidor[2].

1. Trader x Investidor

A salutar intenção dos autores foi a de orientar os investidores individuais que aplicam em ações a não cair nas armadilhas dos vieses comportamentais. Com esse objetivo listaram os oito vieses do Trader, à saber: se achar melhor do que realmente é; gostar de adrenalina; não gostar de admitir que errou; com tendência de comprar o que está "saliente" devido à atenção limitada; gostar de ações com cara de loteria; gostar de adquirir ações de empresa em crise; com tendência a sofrer da ilusão do preço nominal; e gostar do que lhe é familiar. Em contraponto, também listaram os dez mandamentos do Investidor: não busque emoções na Bolsa (seu interesse deve focar em objetivos de longo prazo, como o custeio da aposentadoria); seu interesse pode não coincidir com o do especialista de plantão (cuidado com produtos complexos); diversifique; deixe o prêmio de risco te levar (tendo diversificado a carteira, o prêmio de risco da renda variável virá naturalmente no longo prazo); conheça a carteira de mercado (adote a estratégia de *buy-and-hold,* ou seja, de comprar-e-segurar, pois ao manter uma posição com todas as ações do mercado terá resultado positivo no longo prazo); pense no longo prazo (choques positivos e negativos se anulam no longo prazo e, no limite, o prêmio de risco da carteira de mercado irá prevalecer); operar ativamente na Bolsa custa caro (os custos de operar são significativos no longo prazo, por menores que possam parecer); tenha preferência por fundos passivos indexados (os ETF[3] são a opção mais barata para investir em carteiras de mercado); prefira ingredientes de boa qualidade (na renda fixa, aloque em títulos públicos indexados à inflação - Tesouro IPCA, e na renda variável, aplique em uma cesta de ETF bem diversificada); e obtenha as melhores receitas (aloque em uma proporção ótima de renda fixa e de renda variável que respeite sua tolerância ao risco, sua idade e seus objetivos do investimento). Essa receita parte dos resultados de diversas pesquisas coletadas pelos autores, indicando que o Trader tenciona fazer dinheiro com a especulação de curto prazo na Bolsa, onde o ganho de um vem da perda de outro, numa disputa desigual na qual o Trader quase certamente perderá, na medida em que as grandes instituições estão mais preparadas, pois são dotadas de equipes qualificadas, utilizam tecnologia sofisticada e dispõe de muitas informações. Este contexto indica que o Investidor tem maiores chances de obter retornos superiores com custos menores. É interessante notar que alguns dos vieses comportamentais de investidores pessoas físicas também são

[1] Com certificação CPA-20 da ANBIMA.

[2] Trader ou Investidor. Bruno Giovannetti e Fernando Chague. Intrínseca, 2023.

[3] ETF - *Exchange-Traded Fund*: Fundo referenciado a um determinado índice.

observados em profissionais que atuam em instituições financeiras, fundos de pensão e gestoras de recursos (*asset management*).

2. Gestão ativa x gestão passiva

Os investidores que atuam no mercado de ações utilizam estratégias em duas vertentes: gestão ativa e gestão passiva. A gestão ativa busca retornos acima do índice de referência, por meio da formação de carteira ótimas, na busca de Alfa, selecionando empresas com desempenho superior (*stock picking*). Em contraponto, a gestão passiva se fundamenta no conceito dos mercados racionais, indicando a aquisição de cotas de fundos de índices ou ETF. Atualmente mais de 50% dos recursos aplicados na renda variável nos EUA estão alocados em fundos de índices[4]. Os fundos de gestão ativa utilizam instrumental técnico especializado para a análise das ações e dos derivativos transacionados no mercado da B3. Esse tipo de análise envolve alguns procedimentos, dentre outros: conhecer a empresa com o uso do EVA[5], ajustado pelos resultados não recorrentes e/ou sazonais; comparar o valor da ação com o retorno operacional ou EV/EBIT[6]; avaliar indicadores de retorno sobre o capital ou ROIC[7]; e desconsiderar os intervalos entre oscilações máximas e mínimas das cotações (*drawdown*) para identificar o momento de entrada. Esse instrumental tem o objetivo de captar o desempenho da empresa inserida no complexo ambiente econômico em que se desenvolvem suas transações, de forma sincrônica e diacrônica[8]. A análise para a seleção das empresas-alvo também leva em conta regras de bolso (heurísticas) facilmente reconhecíveis para quem acompanha o mercado de ações e de derivativos: (i) o mapa da evolução passada do mercado da B3 indica que uma redução da taxa básica de juros SELIC em 1% implica em aumento de 5% no índice Ibovespa e de 8% no índice das pequenas e médias empresas (*small caps*)[9], o que impulsiona uma visão otimista do futuro em geral e da renda variável em particular; (ii) a análise risco/retorno das empresas da B3 revela um mercado disfuncional onde essa curva é descendente no longo prazo, fato que dificulta o *stock picking*; e (iii) a gestão passiva acompanha o índice de mercado, sendo neutra no ganha/perde de mercado, enquanto que a gestão ativa resulta necessariamente em ganhadores e perdedores; em decorrência, numa janela de doze meses apenas um em quatro ou cinco dos gestores ativos deverá apresentar performance superior ao índice de mercado. Adicionemos a questão dos custos: a gestão ativa segue a fórmula 2% + 20% na cobrança pelos seus serviços, ou seja, 2% ao ano de taxa de administração sobre os recursos geridos e 20% sobre o excedente ao *benchmark* adotado, no caso das ações, 20% ao que exceder a rentabilidade do Índice Bovespa. Os gestores de fundos passivos ETF cobram taxa de administração, também chamada de taxa de gestão, que corresponde a fração não-significativa dos recursos sob gestão, oscilando entre 0,05% a 0,70% ao ano, dependendo do fundo.

3. Intuição

O conjunto dos eventos ou variáveis relativas ao ambiente interno da empresa e ao ambiente externo no qual ela está inserida são permeados de complexidade, sendo pouco previsíveis,

---

[4] Os recursos dos fundos de ações baseados em índices estão fortemente concentrados nas Três Grandes: BlackRock, SSGA- *State Street Global Advisors* e Vanguard, que detém de 80% a 90% de todos os ativos geridos nos EUA ("As três grandes e o mercado de riqueza", Valor Econômico, 05/12/2023).

[5] EVA- Economic Value Added: indicador que mede a geração de valor pela empresa depois de subtraído o custo do capital do lucro operacional.

[6] EV – *Equity Value* ou valor da ação. EBIT – *Earning Before Interest and Tax* ou lucro antes dos juros e do imposto de renda.

[7] ROIC – *Return on Investing Capital* ou Retorno sobre o Capital Investido. Indicador que mostra se uma empresa está criando ou destruindo valor ao ser comparado com o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC - *Weighted Average Capital Cost*).

[8] Sincrônica: de acordo com as demais variáveis ou eventos que ocorrem na mesma temporalidade (foto). Diacrônica: de acordo com a evolução de todas as variáveis ou eventos ao longo do tempo (filme).

[9] Essa heurística indica que as ações *small caps* tem um Beta médio de 1,6.

inclusive com *feedback* ambíguo e tardio[10]. Essa complexidade enseja a emergência frequente do viés cognitivo da redução dimensional[11], induzindo a pessoa a generalizar, não distinguindo eventos escaláveis e não-escaláveis[12], o que contribui para diminuir a influência da intuição no processo. O papel da intuição na gestão dos investimentos sempre estará presente, quer no estilo ativo quer no estilo passivo. O gestor de investimentos que atua de forma passiva tem foco na macro alocação, estando menos preocupado em obter retornos superiores à média de mercado e centrando sua estratégia na obtenção do retorno médio do mercado de ações, na premissa de valorizar a diversificação de sua carteira com relação às outras possíveis classes de ativos e na obtenção do seu prêmio de risco no longo prazo. A sua intuição está mais voltada para a correlação entre diferentes classes de ativos. Por outro lado, a intuição dos gestores ativos está focada na correlação entre ativos da mesma classe, resultado da adoção da estratégia de seleção das melhores ações (*stock picking).* De forma muito simplificada, podermos reconhecer no gestor passivo a figura do Investidor e no gestor ativo o estereótipo do Trader. Neste ponto devemos abordar a questão central: em que condições ou situações devemos confiar na intuição? Klein e Kahneman, dois líderes das escolas naturalista e das heurísticas e dos vieses chegaram a uma resposta em 2009, quando realizaram trabalho conjunto que resultou na afirmação: "*sim (devemos confiar na intuição), se e somente se, estivermos em um ambiente regular o bastante para ser previsível, com a possibilidade de aprendizado com as regularidades graças a uma prática duradoura e com um feedback rápido e claro... nossa intuição nada mais é que o reconhecimento de situações que vivenciamos, só deveríamos confiar nela quando aprendemos a reconhecer essas situações e adotar uma conduta apropriada diante delas*"[13]. Os estudos demonstraram que o valor da expertise aplicada a diferentes tipos de problemas e diferentes profissões apontaram que ambientes "regulares", feedback claro e aprendizado possível proporcionam ensinamentos, as vezes mais do que se imagina. A intuição é relativamente confiável nas profissões como a de bombeiros, socorristas, pilotos de testes, jogadores de xadrez e contadores, dentre outros. "*Em sentido oposto, psiquiatras, juízes ou investidores da Bolsa se enganam quando acreditam que podem confiar em sua intuição: seus ambientes são complexos e imprevisíveis, o feedback é ambíguo e tardio, de modo que é impossível desenvolver uma verdadeira expertise"[14].* Uma compilação de mais de 82 mil previsões realizadas durante 20 anos por 300 especialistas "*que vivem de suas opiniões a respeito das tendencias políticas e econômicas*" revelou que suas previsões "eram piores do que a dos amadores consultados sobre os mesmos temas, ou seja, *nessa área altamente 'irregular', a intuição dos peritos não tem qualquer valor*"[15]. O trabalho de Klein e Kahneman permite inferir que é baixa a possibilidade do êxito, de forma recorrente e consistente, de gestores de investimentos que buscam Alfa, o que é comprovado estatisticamente pelos resultados da análise comparativa da atuação dos gestores ativos dentro da indústria, independentemente das janelas de tempo[16]. De forma paradoxal, um operador de 21 anos de uma grande corretora afirmou, em entrevista recente a um jornal de finanças, que levava em conta as informações financeiras, mas confiava mais em sua intuição para a gestão ativa de renda variável. De forma semelhante, muitos investidores institucionais também têm uma crença positiva sobre a entrega de resultados consistentes pelas *asset*

---

[10] Os eventos que ocorrem nesses ambientes são bastante propícios para a emergência de equívoco comum entre usuários novatos do instrumental estatístico: confundir correlações com causalidades.

[11] Redução dimensional é a tendência do indivíduo de reduzir a complexidade e as dimensões dos eventos para que eles possam ser trabalhados de forma racional em suas mentes

[12] Eventos escaláveis são constituídos por fenômenos que podem ser adequadamente avaliados com o uso da distribuição normal por não contemplarem grandes desvios. Eventos não-escaláveis são constituídos por fenômenos com grandes desvios, o que torna inadequado o uso da distribuição normal em razão das "caudas longas" representadas pelos eventos extremos.

[13] Página 47. Oliver Sibony. "Você está prestes a cometer um erro terrível". Objetiva.2019.

[14] Pagina 47. Ibidem.

[15] Pagina 47. Ibidem.

[16] Conclusão que tende à obviedade, uma vez que que a gestão ativa é um jogo de ganha-perde.

management, uma vez que continuam a utilizar seus serviços. Essa crença está alicerçada, muito provavelmente, na apropriação oportunista da aleatoriedade e no uso da linguagem da exclusão.

4. Apropriação & Exclusão

Num mundo complexo e competitivo dos mercados financeiros ocorre, com muita frequência, a apropriação oportunista da aleatoriedade, que surge quando as pessoas atribuem seus sucessos às suas habilidades e seus fracassos a eventos externos fora de seu controle; nessa linha, elas se sentem individualmente responsáveis apenas pelas coisas boas, desconsiderando as ruins. Em geral essa apropriação vem associada de outros vieses, como o Efeito Dunning-Kruger e a arrogância epistêmica. O efeito Dunning-Kruger é o viés cognitivo pelo qual pessoas com baixa habilidade em uma tarefa superestimam sua habilidade, enquanto que a arrogância epistêmica, segundo descrito por Nassim Taleb em seu livro "A lógica do Cisne Negro", é um fenômeno que emerge quando o conhecimento das pessoas aumenta, sendo acompanhado por crescimento ainda maior em sua autoconfiança, o que por sua vez gera aumento em presunção, confusão e ignorância. Esse contexto estimula o uso da linguagem de exclusão, lembrando situações semelhantes em outras áreas do conhecimento. Em entrevista recente, o cineasta sueco Ruben Ostlund comentou a linguagem de exclusão praticada pelos especialistas do mercado das artes contemporâneo. Essa linguagem é entendida por poucos, que não se esforçam para se fazer entender, na medida em que conhecimento é poder. Dessa forma, esses especialistas evitam compartilhar seu conhecimento, adotando jargões específicos que tornam os assuntos artificialmente complexos, tendo como corolário "deixe esse assunto para os especialistas". No ambiente financeiro a prática da linguagem da exclusão se dá de forma generalizada: entre os grandes bancos e seus clientes pessoas físicas; entre os gestores terceirizados e seus clientes institucionais, como fundos de pensão e seguradoras; e, numa reação em cadeia, entre os gestores dos fundos de pensão e seus beneficiários. A Torre de Babel se instaurou e vem sendo mantida com a pratica generalizada da linguagem de exclusão. Por exemplo, neste artigo foram usados, sem maiores pudores porque foram acompanhados de singelas explicações, os seguintes "termos excludentes": ETF, EVA, ROIC, WACC, EV, EBIT, *drawdown*, Alfa, *small caps, asset management* e *stock picking.*

Conclusões

O objetivo do artigo foi identificar o estilo mais adequado para gerenciar a renda variável de fundos de pensão, focando no papel da intuição para a gestão dos investimentos. A análise realizada das duas posturas, a do Investidor e a do Trader, permitiu inferir a forte influência de possíveis vieses comportamentais. Na visão do Trader, a obtenção de Alfa de forma consistente e recorrente é algo factível, mesmo que os fatos evidenciem que o desempenho superior do gestor ativo seja reconhecidamente baixo, estando na faixa de 20% a 25% para uma janela anual. Esse nível de desempenho indica que as atividades das *asset management* são essencialmente especulativas. Na visão de um Investidor, a ênfase de longo prazo na formação de uma carteira diversificada, contemplando inclusive a renda variável, deve resultar em desempenho superior. O papel da técnica na gestão dos investimentos está limitado pelas restrições inerentes ao instrumental utilizado, muito voltado para analisar eventos escaláveis, no entanto, o objeto da análise, representado pelo desempenho de empresas inseridas em um complexo contexto econômico e social, contempla grande gama de eventos não-escaláveis. O papel da intuição nesse ambiente complexo se torna limitado, inibindo o desenvolvimento de uma verdadeira expertise e, em decorrência, sem valor a intuição dos peritos. Como resultado, a apropriação oportunista da aleatoriedade é exercida pelos vencedores, enquanto os perdedores se justificam detalhando os fatores externos que impediram a obtenção de uma performance superior. Ficam em aberto questões relevantes: os fundos de pensão devem alocar recursos na renda variável gerida com base no estilo de gestão ativa? Caso optem pela gestão ativa, os fundos de pensão devem atuar com equipe própria para reduzir custos (2% + 20%), ou devem acessar os serviços das *asset management*? O estilo de gestão ativa não

colide com as obrigações fiduciárias inerentes aos fundos de pensão, no sentido de investir, com prudência e visão de longo prazo, os recursos da poupança dos beneficiários de seus planos de previdência?

Publicado na Revista da APA nº 10, de 12/12/2023.