

87. Gênios financeiros

Sebastião Bergamini Junior (*)¹

Este artigo discorre sobre a figura do gênio do mercado financeiro e de capitais, detida pelas poucas pessoas que conseguem acumular ganhos de forma consistente ao longo do tempo. Em paralelo, este artigo se propõe a questionar até que ponto esses mercados se transformaram num cassino financeiro, ou seja, em um “jogo de azar travestido” de transação financeira legítima, na concepção de Charles Munger.

1. Ambientes previsíveis

Na última Coluna foi abordado o papel da intuição na gestão dos investimentos. De forma comparativa, foram utilizados dois perfis de gestores (Trader e Investidor). Foram usados também os resultados da pesquisa de Klein e Kahneman, dois psicólogos líderes da escola naturalista, das heurísticas e dos vieses. A conclusão relevante de sua pesquisa é a de que “podemos confiar na intuição, se e somente se, estivermos em um ambiente regular o bastante para ser previsível, com a possibilidade de aprendizagem com as regularidades, graças a uma prática duradoura e com um *feedback* rápido e claro”. O estudo acima classificou os ambientes entre regulares, nos quais a intuição é relativamente confiável e nos quais atuam bombeiros, socorristas, pilotos de testes, jogadores de xadrez e contadores, dentre outros; e no sentido oposto, os ambientes complexos e imprevisíveis, com *feedback* ambíguo e/ou tardio, nos quais é quase impossível desenvolver verdadeira expertise, sendo este o campo de atuação de psiquiatras, juizes e investidores na Bolsas de Valores. Nesta última área, o conhecimento dos gestores que selecionam ações de empresas vencedoras deve abranger diferentes áreas de conhecimento para avaliar, de forma técnica e apoiada na intuição, os eventos e variáveis relativas ao ambiente interno da empresa e ao ambiente externo em que elas atuam, salientando que tais ambientes são permeados de grande complexidade, de baixa previsibilidade, tendo *feedback* ambíguo e tardio, principalmente no que se referem às variáveis ligadas ao contexto externo. Em artigo recente², dois economistas de uma tradicional gestora de ativos enumeraram os sete temas a serem monitorados em 2024, por sintetizarem os desafios que devem ser enfrentados para se manterem positivas as perspectivas do país e dos valores mobiliários. Esses fatores foram divididos entre três externos e quatro internos. Os temas externos eram eleição presidencial dos EUA, dinâmica da política monetária das economias desenvolvidas e conflitos geopolíticos ao redor do mundo; enquanto os internos eram manutenção das regras do novo arcabouço fiscal, coordenação das decisões sobre o gasto público, papel do Congresso para frear as políticas expansionistas e nível de estatização pretendida pelo atual Governo. Observe que todas essas variáveis influenciam direta ou indiretamente a precificação dos valores mobiliários.

2. Gênios financeiros

A gestão no estilo ativo tem a meta de obter retornos acima de determinado índice de referência por meio da formação de carteiras ótimas buscando Alfa com base na seleção de empresas com desempenho superior, num processo conhecido como *stock picking*. Os dados disponíveis indicam que, em uma janela anual, apenas um em quatro ou cinco gestores irá apresentar desempenho líquido superior ao índice de referência, na medida em que a gestão ativa é um jogo de ganha-e-perde³. Retornando ao resultado da pesquisa de Klein e Kahneman, elas demonstram que a intuição dos peritos que fazem previsões não tem valor em áreas altamente “irregulares”, como os mercados financeiro e de capitais. O corolário desta constatação,

¹ Ex-conselheiro da FAPES em quatro mandatos; com certificação de CPA-20 pela ANBIMA, de Administração em previdência pelo ICSS e de conselheiro fiscal e de administração pelo IBGC. As opiniões emitidas são de sua inteira responsabilidade, não expressando a posição oficial da APA.

² “Sete temas a monitorar em 2024”, de Alexandre Manoel e Juliano Camargo Condi. Valor Econômico - 02/02/2024.

³ No estilo de gestão ativa, alguns gestores irão ganhar e outros irão perder com relação ao índice de referência, que é uma média. No estilo de gestão passiva o resultado deverá ser neutro, por acompanhar passivamente o referido índice de referência.

detalhado no artigo anterior⁴, é a baixa possibilidade de obtenção de desempenho superior, de forma consistente e recorrente, por parte de gestores de renda variável que atuam no estilo de gestão ativa. No mundo complexo e competitivo dos mercados financeiros e de capitais, prevalece a apropriação oportunista da aleatoriedade pelo gestor do estilo ativo, na qual os sucessos serão creditados às suas habilidades ou à sua genialidade, enquanto seus insucessos serão decorrentes de fatores externos fora de controle. Nesse ponto emerge o questionamento sobre as razões e/ou as habilidades que levam alguns gestores serem gênios financeiros, obtendo ganhos consistentes e recorrentes com relação ao desempenho dos demais gestores. Essa questão está relacionada a outra ainda mais relevante: até que ponto os mercados se comportam como cassinos financeiros.

3. Madoff

Alguns gestores conseguem manter, temporariamente, sua reputação de gênios financeiros, o que pode se revelar falso em algum momento, enquanto desempenho e reputação de outros gênios estão acima de dúvidas. No primeiro grupo se destaca o nome de Madoff, que será sempre lembrado como o gênio financeiro que se revelou uma fraude. Bernard Lawrance Madoff (1938 - 2021) teve uma vida intensa: foi presidente de uma sociedade de investimentos com seu nome que fundou em 1960; foi membro ativo da *National Association of Securities Dealers* (NASD), órgão regulador da indústria de ativos financeiros norte-americanos; sua empresa foi uma das mais importantes e conceituadas de Wall Street e impulsionou o desenvolvimento da NASDAQ, onde Madoff trabalhou como coordenador-chefe do mercado de valores mobiliários; sua empresa de gestão de ativos de terceiros atuava desde 1992 com uma performance histórica exitosa, mesmo em períodos de baixa dos mercados. Em dezembro de 2008, na esteira da crise das hipotecas *subprime*, Madoff foi detido pelo FBI, acusado de fraudes, que posteriormente foram estimadas em US\$ 65 bilhões, o que a tornou uma das maiores fraudes financeiras realizadas por um só indivíduo. Julgado, foi condenado a 150 anos de reclusão e ao confisco de US\$ 17,2 bilhões pelos crimes de fraude bancária, fraude fiscal, fraude de investimentos, lavagem de dinheiro, formação de esquema de pirâmide, estelionato, desvio de dinheiro e perjúrio. Madoff morreu em 2021 de morte natural na prisão onde cumpria pena. Durante décadas ele foi considerado um pilar de Wall Street e da indústria de gestores de ativos financeiros, reputação que foi abaixo com a descoberta do esquema Ponzi⁵ que utilizava para ludibriar os investidores. Como disse Warren Buffett, é na maré vazante que podemos ver aqueles que nadam sem calção.

4. Buffet & Munger

A genialidade necessária para “bater o mercado” com estratégias de gestão ativa é um produto escasso. Os fatos são teimosos: a maioria dos estudos demonstra que tanto para investidores individuais quanto para os profissionais, será difícil bater o mercado de forma consistente. No setor financeiro, onde o desempenho pode ser medido de modo instantâneo e objetivo, se destaca a figura emblemática de Warren Buffett, o Oráculo de Omaha, como um gênio que desafia as leis de mercado há mais de cinquenta anos. A carteira de investimentos gerido na sua empresa Berkshire Hathaway lhe permitiu construir uma fortuna que ascendia a quase US 90 bilhões em 2018. Buffett é um gênio das finanças, mas nesse, como em outros domínios, o gênio é, por definição, uma exceção que a grande maioria não conseguirá igualar. Os métodos de Buffett são muito estudados porque parecem simples e formulados em um estilo próximo do senso comum, como por exemplo, se manter fiel ao que entende; não se deixar impressionar pela moda ou pelas novas tecnologias; não hesitar em manter posições que ainda tenham potencial de valorização durante dez, vinte ou mesmo trinta nos; e limitar a diversificação⁶. Note que a estratégia de Buffett é erroneamente interpretada por alguns como sendo a de um Trader,

⁴ Coluna previdenciária nº 86: O papel da intuição nos investimentos.

⁵ O esquema Ponzi foi criado pelo criminoso financeiro ítalo-americano Charles Ponzi nos anos 1920 nos EUA e consiste na promessa de pagamento de rendimentos anormalmente altos aos investidores, à custa do dinheiro pago pelos investidores que chegaram posteriormente, em vez da receita gerada por qualquer negócio real.

⁶ Pagina 40. Oliver Sibony. “Você está prestes a cometer um erro terrível”. Objetiva.2019.

quando na realidade são resultados da postura de um Investidor. Um instantâneo do balanço de junho de 2023 da Berkshire Hathaway permite vislumbrar alguns ingredientes da receita de Buffett. Para um ativo total de US\$ 1.041 bilhões, a empresa contava com elevada liquidez, com o correspondente a 21% do ativo total⁷. Em alinhamento à sua estratégia de longo prazo, mantinha em caixa o expressivo montante de US\$ 147 bilhões para aproveitar possíveis pechinchas que possam surgir. Portanto, naquele momento, a Berkshire já estava fazendo o que sempre fez: se preparava para a maré vazante de liquidez da economia. O Oráculo de Omaha sempre soube fazer a adequada combinação de técnica e intuição, operando num mercado financeiro onde transações saudáveis para a economia real se mesclam a apostas no “Cassino Financeiro”. No entanto, mesmo os gênios precisam de auxiliares à altura, que façam o contraponto necessário para se obter melhores decisões. Em 29 de novembro do ano passado faleceu Charles Munger⁸ aos 99 anos. Chamado de Oráculo de Pasadena, era vice-presidente da Berkshire Hathaway e o *alter ego*, parceiro e auxiliar de Warren Buffett. Ele era o contraponto “conservador” de Buffett (aliás, Buffett era democrata e Munger era republicano). De forma lacônica, criticava acidamente a má conduta empresarial; classificava os pacotes de remuneração dados a alguns CEOs de “dementes” e “imorais”; qualificou o Bitcoin como “veneno nocivo”; definiu as cripto moedas em geral como “uma parte fraude e uma parte ilusão” e advertiu que grande parte do setor financeiro se tornara um “jogo de azar travestido”⁹.

5. Cassino Financeiro

A preocupação demonstrada por Munger estava fundamentada no crescente descolamento que vem ocorrendo entre a economia real e o mundo das finanças. O “Cassino Financeiro” está presente nos mercados de forma cada vez mais influente, impulsionado por instrumentos financeiros inovadores e heterodoxos, como algumas classes de derivativos. Alguns indicadores denotam que essa preocupação está bem fundamentada. De acordo com o FMI, o PIB mundial em 2023 estava estimado em US\$ 71,7 trilhões (na mesma data o PIB do Brasil estaria em US\$ 2,13 trilhões). Por outro lado, o Banco de Compensações Internacionais- BIS quantificou em US\$ 681 trilhões o valor notional de derivativos financeiros negociados no mundo em 2021, incluindo os negociados em balcão. Esses números denotam que o estoque de instrumentos derivativos em valores nominais soma quase dez vezes o PIB mundial, indicando que o “jogo de azar travestido” de operações financeiras necessárias e produtivas está ficando, na visão de alguns economistas e financistas, progressivamente fora de controle. Um exemplo dos efeitos deletérios do “jogo de azar” foi evidenciado em 2008, no auge da crise das hipotecas *sub-prime*, quando derivativos como os CDO e os CDS¹⁰, que eram pesadamente negociados no mercado de balcão entre as maiores instituições financeiras americanas, tiveram papel crucial no quase-colapso do sistema financeiro global, com efeito secundário negativo nas economias dos países. Nos meses de agosto e setembro de 2008 os fatos se precipitaram: “quebraram” as duas gigantes do mercado de empréstimos pessoais e hipotecas (Fannie Mae e Freddie Mac), que foram estatizadas; o banco de investimentos Lehman Brothers, com mais de 150 anos de existência, entrou em concordata; a corretora Merrill Lynch, uma das maiores, foi vendida para o Bank of América; o Federal Reserve assumiu 80% do controle acionário da AIG, com empréstimos de US\$ 85 bilhões, seguido de outro de US\$ 35 bilhões. Essas medidas se revelaram paliativas para o tamanho da crise. Em 1 de outubro o Governo aprovou, depois de dura negociações na Câmara e no Senado americanos, um pacote de medidas governamentais para socorrer as instituições financeiras “grandes demais para quebrar”, com valor inicial de US\$ 850 bilhões, posteriormente complementado por outro pacote de cortes de impostos e incentivos fiscais no valor de US\$ 150 bilhões. A crise de confiança foi paulatinamente debelada e o mercado voltou novamente aos níveis históricos de liquidez. Em contraste, seus efeitos sociais ficaram claros ao

⁷ Fonte: www.investing.com

⁸ “Charlie Munger, *alter ego* de Buffett, morre aos 99”. Valor Econômico, 29/11/2023.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ CDO (*collateralized debt obligation*): obrigação de dívida com garantia ou colateralizado; CDS (*credit default swap*): seguro de crédito.

longo do tempo: nos dez anos entre 2007 e 2016 cerca de dez milhões de cidadãos americanos perderam suas residências em consequência de retomadas por inadimplência, fator social e humano a ser seriamente considerado, independentemente do comportamento otimista e/ou ingênuo desses cidadãos. A conta da crise das hipotecas *subprime* foi paga direta e duplamente pelos contribuintes americanos¹¹. Adicionalmente, afetou indiretamente as populações dos demais países com participação ativa no mercado globalizado, os quais sofreram as consequências das atividades de especuladores que atuaram no mercado americano de valores mobiliários com base em derivativos inovadores. Na sequência da crise de 2008, a opinião de alguns economista e financistas especialistas no assunto de que os mercados financeiro e de capitais deveriam ser regulamentados, em nível mundial, de forma bem mais rígida foi acatada pelos órgãos de regulação.

Conclusões

Os “danos colaterais” registrados em 2008 afetaram muitos, resultando em aumento de riqueza para tão poucos, promovendo evidente concentração de riqueza e afetando negativamente a economia real por alguns anos. O aumento da regulação com foco preventivo em reduzir o “jogo de azar” nos mercados foi realizado, no entanto o “Cassino Financeiro” continua aberto e operando, na espera de novas e especulativas inovações financeiras. Neste contexto, o debate sobre o papel e o perfil dos gênios financeiros perde relevância.

¹¹ De forma individual pelos devedores das hipotecas e, socialmente, pelo uso de recursos do Tesouro.