"Investing isn't about beating others at their game. It's about controlling yourself at your own game." – **Jason Zweig**[1]

"The world is more random than we think and that perhaps contrary to the thought that predictions are getting better, that the world may actually be increasing in its unpredictability. " – **Nassim Taleb**[2]

"**As pressões a que fomos expostos durante milênios deixaram um legado mental e emocional. Algumas dessas emoções e reações, derivadas de espécies que nos antecederam, são desnecessárias nos tempos modernos, mas os vestígios de uma existência anterior estão indelevelmente impressos em nós. Instinto é, essencialmente, a parte do nosso comportamento que não é fruto de aprendizado. Contudo, nosso ambiente – e, portanto, nosso aprendizado – pode ter uma influência poderosa no modo pelo qual nossos instintos se expressam**. Nosso passado evolutivo exerce uma pressão poderosa. Mas o elemento genético do comportamento humano será sempre refratado pela cultura. "

Com esta passagem do especialista em evolução humana Robert Winston[3] em "*Human Instinct*"[4] começamos nossa terceira carta. À primeira vista um tema sobre instintos primitivos não parece fazer sentido. No entanto, é de suma importância para tomadores de decisão de investimentos.

O instinto é um pensamento intuitivo e impulsivo que faz parte do que Daniel Kahneman[5], no já clássico *Thinking Fast and Slow*[6], chamou de Sistema 1 ou rápido. Sob esse código neural, assumimos pensamentos automáticos, instintivos, emocionais baseados em intuições. Este modo de pensamento foi desenvolvido ao longo de milhares de anos para que, principalmente, reagíssemos às situações de perigo de forma rápida. Apesar de ter sido de vital importância para a perpetuação da espécie humana, o Sistema 1 pode ser ironicamente mortal no mundo dos investimentos.

Como é natural pensar, lidar com investimentos requer compilação de dados, calma, investigação, foco e raciocínio, e não soluções rápidas carregadas de vieses comportamentais. Ainda seguindo a nomenclatura do autor israelense, o Sistema 2, ou o devagar, é mais apropriado para este tipo de tomada de decisão, por ser o único capaz de construir pensamentos em séries ordenadas de passos.

---

1 Jason Zweig tornou-se colunista de finanças pessoais para The Wall Street Journal em 2008. Zweig também é editor da edição revisada de The Intelligent Investor de Benjamin Graham (HarperCollins, 2003),

2 Nassim Nicholas Taleb (Amioun, 1960) é um autor, ensaísta, estatístico, investidor Líbano-americano, matemático de formação. Os livros de Taleb tratam das incertezas e eventos imprevisíveis. Escreveu grandes obras como Fooled by Randomness,The Black Swan e Antifragile

3 Robert Maurice Lipson Winston, (nascido em 15 de julho de 1940) é professor britânico, médico, cientista, apresentador de televisão e político do Partido Trabalhista.

4 Human Instinct (2003): How our primeval impulses shape our modern lives. O livro descreve como os instintos moldam nossas vidas cotidianas

5 Daniel Kahneman, israelense nascido em 1934, tem um currículo extraordinário. Colaborando com universidades de Princeton, British Columbia, Berkeley e Michigan, recebeu o Prêmio Nobel de Economia em 2002, ao lado de Vernon Smith por sua contribuição para a integração da psicologia no campo da economia, o julgamento humano e a tomada de decisões sob incertezas.

6 Thinking Fast and Slow: A órbita do trabalho gira em torno de um argumento principal: o homem tem muitas virtudes e habilidades inatas. Nós desfrutamos de incríveis habilidades para tomar decisões praticamente de forma instantâneas, e que na maioria dos casos, são corretas. Essas habilidades fazem parte do nosso sucesso evolutivo como espécie. No entanto, somos muito ruins em tomar certos tipos de decisões. Kahneman identificou que quando as decisões exigem uma perspectiva estatística, nossa intuição nos falha.

No entanto, a teoria é mais simples que a prática. Dada a inquieta dinâmica dos mercados, com frequência os investidores são pegos de surpresa por momento de euforia ou depressão, especialmente no Brasil, cujos ciclos econômicos são mais constantes e intensos. Essa dinâmica faz com que nosso dispositivo instintivo seja ligado, tornando antinatural utilizar o Sistema 2. Suponha que você esteja ao volante de um carro que inesperadamente derrapa numa enorme poça de água. Você vai ver que reagiu à ameaça antes de ficar inteiramente consciente dela.

O autocontrole é bastante reduzido quando se está sob intenso stress. Nestas situações, o sistema de pensamento rápido toma controle e busca simplesmente a sobrevivência. Da mesma forma, os investidores são tomados por vieses comportamentais, operando com racionalidade limitada. Na busca por coerência e certezas em um ambiente de pressão, não raro os gestores de investimentos são acometidos por sentimentos de ilusão de controle e passam a superestimar seu nível de compreensão do mundo e sua influência sobre fatores exógenos. Isto é exacerbado na competitiva indústria de fundos de investimento, na qual os gestores recebem feedbacks diários através das marcações a mercado de seus ativos, reforçando sua confiança nas decisões que lhes permitiram sobreviver até aqui. Como resultado podemos encontrá-los viesados, otimistas demais com suas teses de investimentos e míopes para os riscos de perda permanente de capital.

Esta dinâmica reforça a confiança dos que acertam, enquanto elimina do jogo aqueles que erram. Na soberba do excesso de confiança, os gestores buscam teorias e pessoas que corroborem com o seu pensamento, ignorando completamente quem possa questioná-los. "*They were never going to accept their views were wrong. They were, in fact, ultimately more interested in being right than making money*" – como brilhantemente explicado por *Lee Freeman-Shor*[7] no excelente *Art of Execution*[8].

Estes vieses cognitivos desembocam em padrões de comportamento bastante conhecidos, e danosos ao investidor. Um exemplo típico: um gestor vende grande parte das suas ações após uma grande queda do mercado, com o dano já feito, tentando precaver-se de novas quedas inesperadas. Procura aumentar sua liquidez em um momento onde as oportunidades estão aparecendo, quando deveria estar fazendo o oposto. Ou o exemplo contrário, tão típico quanto: Em mercados altistas, tipicamente gestores continuamente aumentam sua exposição em ações, quando estas estão ficando proporcionalmente mais caras. E quando vem a correção, estes gestores são pegos com as mãos cheias dos ativos que mais sofrem nestas circunstâncias. Podem parecer erros óbvios, mas se repetem por toda a indústria de fundos a cada ciclo de mercado, pois o comportamento humano nunca muda.

Nosso cérebro não foi desenhado e adaptado a pensar de forma lenta e sequenciada em momentos extremos. A ênfase que damos nesta carta aos fatores evolutivos tem o propósito de demonstrar que todos nós estamos sujeitos a estas limitações cognitivas. Desta forma, o raciocínio é cheio de armadilhas e é fundamental que estejamos cientes deste fato ao construirmos um processo de investimento.

---

[7] Lee Freeman-Shor: Lee Freeman-Shor atualmente administra mais de US $ 1 bilhão em estratégias High Alpha e Multi-Asset. Lee foi classificado como um dos maiores gestores de fundos do mundo em Citywire 1000 em 2012. Ele esteve na Old Mutual Global Investors desde outubro de 2005 e anteriormente era Co-Head of Equity Research. Antes disso, Lee trabalhou para a Schroders e Winterthur.

[8] The Art of Execution: O principal objetivo do livro é responder como grandes investidores podem estar errados na maioria das vezes e ainda serem lucrativos? A resposta está em seus hábitos. Este livro coloca esses hábitos secretos pela primeira vez, explicando-os com dados da vida real, estudos de caso e histórias tiradas da posição única de Freeman-Shor de gerenciar esses investidores no dia-a-dia.

Um questionamento pode ocorrer ao leitor: se estes pensamentos e comportamentos rápidos são inevitáveis, como na LIS Capital lidamos com estas questões? E como utilizar o Sistema 2 mesmo em momentos turbulentos, incertos e inesperados? Nossa reposta para isso remete ao que James Montier[9] atesta em um de seus livros: "Processo, Processo, Processo"[10].

É impossível saber o que ocorrerá no futuro, por mais que os agentes econômicos tentem. Teses de investimentos ou previsões são necessariamente uma melhor hipótese sobre os eventos futuros, dos quais temos uma visão sempre limitada em função da imprevisibilidade dos fatores endógenos e exógenos. A busca incessante por uma tese inabalável de investimento pode causar vieses comportamentais fortíssimos.

A única coisa que você pode efetivamente controlar na tarefa de investir é como você está preparado para as incertezas. Para isso, o que fazemos na LIS é ter um plano de ação para cada ativo de nossa carteira antes de investir. Neste plano tentamos explorar cenários que podem ocorrer com a empresa e com suas as ações, além do que fazer caso estes cenários ocorram. É extremamente importante ter um caminho previamente traçado. Decidir no calor do momento, quando estamos sob intenso *stress*, provavelmente resultará em uma decisão não racional.

Estes planos de ação são frutos de análises extensas, que são debatidas entre pessoas da equipe envolvidas na análise de cada caso, e outras não envolvidas. Atingir o consenso com parte da equipe atuando como um advogado do diabo, emocionalmente isenta da bagagem trazida pelo analista, exerce um papel importante como mitigador nesta engrenagem.

É importante ressaltar que o plano de ação não é um processo único e pontual. Na realidade, criamos **processos** específicos para **todas** as etapas do investimento, que vai desde o início de uma ideia de um novo ativo, passando por sua análise, até a definição do seu respectivo peso na carteira. Para a definição da proporção dos ativos em carteira, por exemplo, o processo também busca mitigar os vieses comportamentais. Criamos métricas qualitativas e quantitativas parametrizadas para cada empresa, tornando-as objetivamente comparáveis.

O leitor poderia perguntar se todas as possibilidades de acontecimentos futuros são listadas em nossos processos e planos de ação. Um exercício rápido de humildade certamente levaria à conclusão que não. Temos ciência de que desconhecemos o que desconhecemos. Muitas vezes, os eventos são simplesmente impossíveis de serem antecipados, como desdobramentos macroeconômicos ou políticos.

Nesses casos, tentamos nos precaver por meio de políticas de proteção constantemente ativas, via posições de caixa e derivativos. O *hedge* via derivativo é uma ferramenta que utilizamos para os casos de eventos altamente improváveis, mas de consequências catastróficas que não podem ser antecipadas, chamados de "Cisnes Negros"[11] tal como cunhado pelo escritor Nassim Taleb.

De acordo com nossa política, reservamos parte do patrimônio do fundo para a compra de "seguros" aplicáveis nos casos em que as expectativas mudem de forma

---

[9] O Sr. James Montier é um Value Invertor com passagens por Societe Generale, Cross Asset Research, Deutsche Bank AG, Greenwich NatWest e Dresdner Kleinwort Wasserstein. Autor de livros como Behavioural Investing, Value Investing e The Little Book of Behavioral Investing

10 The Little Book of Behavioral Investing: How Not to Be Your Own Worst Enemy

[11] Cisnes Negros: grandes acontecimentos que são inesperados e que trazem junto grandes consequência

considerável abruptamente. Caso estes eventos ocorram, nosso portfólio é beneficiado pelo pagamento de "sinistros", reavendo parte de suas perdas.

Como proteger-se com derivativos pode ser caro, temos um processo de compra de seguros bem definido. Respeitando o orçamento anual, nossa equipe de trading constantemente monitora o volátil mercado de opções em busca das oportunidades de preços baixos, normalmente presentes em momentos de euforia. Costumamos dizer que devemos comprar guarda-chuvas em dias de sol.

É fato que abrimos mão de uma pequena parte do retorno do nosso fundo com esta prática. Porém, aplica-la traz inúmeros benefícios. Para começar, preserva-se parte relevante do nosso patrimônio em momentos catastróficos e gera-se a necessária tranquilidade para que tomemos decisões menos viesadas, especialmente nestes períodos de *stress*.

Além disso, quando esses seguros são efetivamente pagos, o segurado tem liquidez (caixa) no momento em que muitos estão desesperadamente vendendo ativos. Em geral, são estas as melhores ocasiões para montar posições, já que os preços dos ativos estão depreciados pela histeria geral.

Os benefícios dos "seguros" para o portfólio fazem com que alguns gestores, como Mark Spitznagel [12], cheguem a afirmar que esta estratégia coloca em xeque a teoria moderna de finanças, que prevê que para se obter maior retorno é necessário assumir um risco maior. O ponto base é que tendo este seguro, o gestor pode aumentar o percentual exposto a ações do portfólio sem que isso aumente o risco de perda da carteira. Além disso, a liquidez disponível nos reveses, momentos de histeria do mercado, pode resultar em um ganho que torne o fundo mais rentável do que se não estivesse protegido. Esta característica determina a antifragilidade[13] do nosso fundo, a sua capacidade de se fortalecer em situações de crise.

Um exemplo prático que se assemelha a essas situações caóticas ocorreu recentemente no evento da delação do grupo JBS. Naquele dia, os mercados abriram em pânico com a notícia sobre o presidente Temer da noite anterior. As turbulências foram tão intensas que paralisaram as negociações nos mercados de ações, dólar e juros. As ações das melhores empresas do país caíram até 20% na 1 hora de mercado, claramente demonstrando o desespero geral do mercado. Nestes momentos, nossas proteções tiveram uma extrema valorização, compensando parte da queda dos preços das ações e gerando liquidez para novas compras. Como resultado, o mês de maio, que foi péssimo para muitos fundos, não foi para LIS VALUE, e aproveitamos para semear alguns investimentos que deram frutos para nossos investidores nos meses que se seguiram. Abaixo verifica-se a tabela de rentabilidade do LIS VALUE neste período que, apesar de curto para se avaliar um fundo, é lúdico para entender sua dinâmica em cenários de *stress*.

[12] Mark Spitznagel (Nascido em 5 de março de 1971) hedge fund manager, value Investor e sócio do fundo Universa Investiments. Spitznagel é conhecido por sua teoria de "tail cover"que o fez ganhar bilhões de dólares no crash da bolsa de ações de 2008.Tem estilo de investimento pouco convencional, que tem como alvo ganhos infrequentes enormes e pequenas perdas frequentes. Autor de *The Dao of Capital.*

13 Antifragilidade: Coisas que se beneficiam com o caos, conceito descrito por Nassim Taleb em seu livro Antifragile

Rentabilidade	Maio	Junho	Julho	Maio a Julho
LIS Value	0,02%	0,34%	6,95%	7,33%
IBRX100	-3,66%	0,30%	4,91%	1,38%

Eventos como o da JBS têm chance relevante de ocorrer nos próximos 10-15 meses, já que, historicamente, com a proximidade do período de eleições presidenciais, a volatilidade e nervosismo dos mercados aumentam de forma relevante.

No entanto, mais valioso do que tentar prever eventos futuros, é seguirmos a nossa política de proteção. A consistência e a disciplina em segui-la é justamente o que a torna importante. Não temos a pretensão de antecipar próximas grandes crises brasileiras ou mundiais, entretanto, sabemos que se ocorrerem estaremos com proteções para que o nosso patrimônio e dos nossos investidores seja preservado.

Em síntese, nossos cérebros não foram designados para trabalhar de forma racional e sequencial em momentos de *stress* que são muito comuns no mercado financeiro. Por isso é de fundamental importância a disciplina na execução de processos, desenhados a priori, que visem o estímulo da utilização do Sistema 2.

O livro de Robert Winston, cuja citação abre esta carta, mostra como ao longo da história da humanidade, as culturas civilizatórias almejaram criar uma defesa contra pensamentos instintivos. Para nós, a disciplina na execução dos processos de investimento cria um mecanismo semelhante. A nossa cultura, sobre um arcabouço de processos estabelecidos, passa a exercer um papel de internalização de pensamentos do Sistema 2, fazendo com que sua utilização seja cada vez mais fácil e natural. É assim que buscamos proteger e consequentemente rentabilizar o patrimônio dos que investem na LIS.