

TRADER OU INVESTIDOR?

**BRUNO GIOVANNETTI
FERNANDO CHAGUE**

**APRENDA A INVESTIR NA BOLSA
SEM CAIR NAS ARMADILHAS DOS
VIESES COMPORTAMENTAIS**

intrinseca



TRADER OU INVESTIDOR?

**BRUNO GIOVANNETTI
FERNANDO CHAGUE**

**APRENDA A INVESTIR NA BOLSA
SEM CAIR NAS ARMADILHAS DOS
VIESES COMPORTAMENTAIS**



inrínseca

Copyright © Bruno Giovannetti e Fernando Chague

REVISÃO

Ana Grillo

João Rodrigues

DIAGRAMAÇÃO

Victor Gerhardt | CALLOPE

DESIGN DE CAPA E PROJETO GRÁFICO

Gabriela Pires

CIP-BRASIL. CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ

G427t

Giovannetti, Bruno, 1978-

Trader ou investidor? : como investir na bolsa sem as armadilhas dos vieses comportamentais / Bruno Giovannetti, Fernando Chague. - 1. ed. - Rio de Janeiro : Intrínseca, 2023.

176 p. ; 21 cm.

ISBN 978-65-5560-394-1

1. Investimentos. 2. Bolsa de valores. 3. Ações (Finanças). I. Chague, Fernando.

II. Título.

23-84823

CDD: 332.6

CDU: 330.322



Gabriela Faray Ferreira Lopes - Bibliotecária - CRB-7/6643

[2023]

Todos os direitos desta edição reservados à
Editora Intrínseca Ltda.

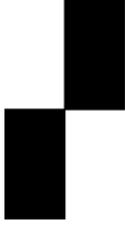
Av. das Américas, 500, bloco 12, sala 303

Barra da Tijuca, CEP 22640-904

Rio de Janeiro – RJ

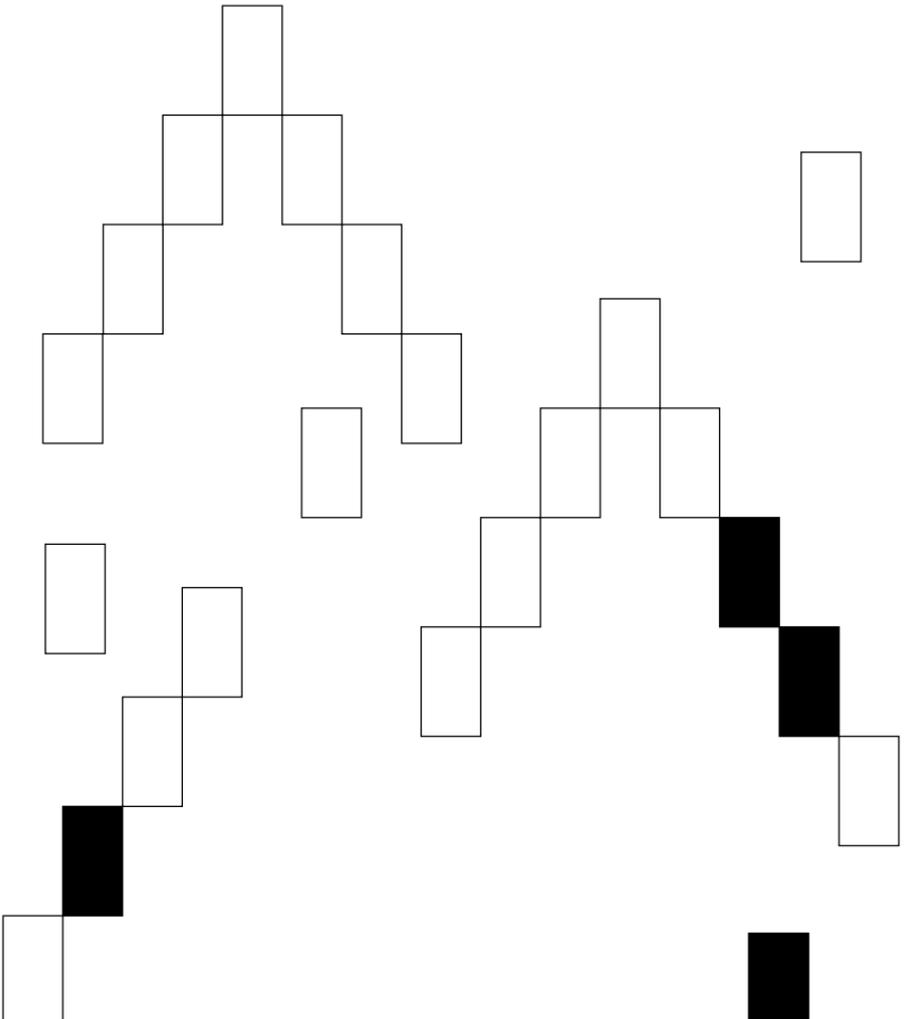
Tel./Fax: (21) 3206-7400

www.intrinseca.com.br



PARTE I

O Trader e seus vieses comportamentais



Vamos começar falando sobre a triste saga da pessoa física que se comporta como Trader — a quem chamamos neste livro simplesmente de Trader. O Trader gosta de operar ativamente na Bolsa e a vê como fonte de renda no curto prazo. Ele compra, vende, tem opinião sobre uma empresa, muda de opinião, acompanha de perto as notícias e os relatórios das casas de análise. Em geral, fica arrastando o mouse para cima e para baixo, desenhando nos gráficos dos preços das ações canais de alta e de baixa e outras figuras de nomes bonitos e complicados. Isso tudo em meio a constantes comentários do tipo: “Nossa, olha que curso de trade legal, esse cara é monstro, tenho que fazer!” “Ah, isso vai subir...” “Ih, isso vai cair...” “Agora é hora de all in!” “Agora é hora de ficar quieto.” “Agora é hora de entrar comprado.” “Agora é hora de entrar vendido.” “Setor bom é esse.” “Setor ruim é aquele.” E por aí vai...

Esse é, de fato, o modo como pensa e age o Trader. E não estamos falando de pessoas que trabalham nesse ambiente integradas a uma grande e qualificada equipe que pensa 12, 15 horas por dia no assunto, com acesso a altas tecnologias. Estamos falando de médicos, dentistas, advogados, engenheiros, administradores, aposentados, estudantes,

enfim, pessoas que não são profissionais do mercado, mas que acham que dá para ganhar dinheiro acompanhando o que acontece na Bolsa e comprando e vendendo ações ativamente.

Vamos analisar a fundo essa forma de lidar com a Bolsa, focando no desempenho real dos Traders, e o que mostraremos é surpreendente. Para usar uma analogia bastante comum no meio financeiro, podemos dizer que o resultado agregado dessa turma é pior do que seria o resultado agregado de macacos que operassem aleatoriamente na Bolsa. Depois de registrar esse fenômeno espantoso, tentaremos compreendê-lo. Como é possível pessoas se saírem pior do que macacos em uma atividade cerebral que está longe de ser pular de galho em galho? Para desvendar esse mistério, falaremos sobre os vieses comportamentais do mundo dos investimentos, que são os comportamentos recorrentes e prejudiciais que boa parte das pessoas exibe ao comprar e vender ações. Via de regra, tais comportamentos fazem com que elas comprem ações que estão caras.

PESSOAS *VERSUS* MACACOS NA BOLSA

Imagine uma sala de aula com muitos alunos que acabaram de fazer uma extensa prova com inúmeras questões de múltipla escolha. Cada questão trazia cinco alternativas de resposta, mas só uma era correta. Agora, vamos reunir todas as provas. Nessa grande pilha, o que podemos dizer sobre o percentual de questões respondidas corretamente?

Bom, primeiro, suponhamos um caso extremo: todos os alunos chutaram todas as questões. Sem nem ler, marcaram ao acaso uma das cinco alternativas de cada pergunta. Voltando à nossa analogia, vamos considerar que não foram pessoas que fizeram as provas, e sim macacos. Quantas questões eles acertaram? Bem, como o número de questões é alto e como cada questão tem apenas uma alternativa correta em um total de cinco, o percentual de perguntas respondidas com acerto pelos macacos deve ficar bem perto de 20%.

Deixemos agora os macacos de lado. Afinal, as provas não foram chutadas, foram respondidas por pessoas, alunos normais que leram as questões e tentaram respondê-las como acharam melhor. É possível que o percentual de questões respondidas corretamente pelas pessoas seja menor do que 20%? É possível que nossos queridos alunos, que fizeram a

prova com seriedade, apresentem um desempenho pior que o dos macacos? Difícil... mas não impossível!

Imagine o seguinte cenário. A prova foi elaborada por um professor muito “do mal” que caprichou nas pegadinhas — cada uma mais traiçoeira que a outra. O aluno lia a questão, tentava inferir a alternativa correta e, a não ser que tivesse domínio completo da matéria, era sempre induzido a escolher uma opção errada. Muito cruel esse professor... Nesse caso, os alunos poderiam ir, sim, pior do que os macacos, não é? Com tantas pegadinhas implacáveis, seria melhor que tivessem feito como os símios, isto é, que tivessem chutado a prova toda.

Feita essa digressão, passemos à Bolsa de Valores. A história por lá é bem parecida. Em conjunto, operações de compra e venda de ações realizadas por pessoas costumam apresentar um desempenho pior do que se tivessem sido levadas a cabo de modo aleatório. E isso acontece porque a Bolsa é como uma prova recheada de pegadinhas que fazem aflorar nos investidores os vieses comportamentais de cada um. Essa é, de fato, a conclusão a que chegaram os autores de alguns artigos acadêmicos publicados em excelentes revistas científicas. Cada um desses artigos usa uma metodologia e um banco de dados diferente para estudar o desempenho das pessoas na Bolsa. Com bastante calma, vamos comentar todos esses estudos, já que o objetivo aqui é documentar direitinho essa história de que pessoas operam ativamente na Bolsa com um resultado pior do que os obtidos por macacos. Vamos lá.

Em 1999, o professor Terrance Odean publicou um artigo em que analisa o comportamento e o desempenho de 10 mil investidores amadores, todos eles pessoas físicas.¹ No banco de dados investigado por ele constavam todas as compras e

vendas de ações efetuadas por esses indivíduos entre 1987 e 1993 em uma grande corretora dos Estados Unidos especializada em investidores individuais. Esse foi o primeiro artigo a documentar o fato de que as operações executadas por esse tipo de investidor redundam em um desempenho pior do que se tivessem sido conduzidas de modo aleatório ou, mantendo a nossa analogia, por macacos. O artigo registrou esse processo de duas maneiras distintas.

O banco de dados continha 49.948 operações de compra de ações e 47.535 operações de venda. A primeira análise feita por Odean foi a seguinte: ele calculou o retorno acumulado nos 84 dias úteis (quatro meses) após cada operação e, a seguir, calculou a média desses retornos entre as 49.948 operações de compra e a média desses retornos entre as 47.535 operações de venda. Ou seja, calculou as duas médias.

Como no exemplo da prova de múltipla escolha na sala de aula, vamos pensar primeiro no caso hipotético dos macacos. Imagine que foram macacos que tomaram, entre 1987 e 1993, 49.948 decisões de compra de ações e 47.535 decisões de venda. A cada dia iam lá e escolhiam aleatoriamente as ações que queriam comprar e as que queriam vender. Sendo assim, o que devemos esperar sobre a média dos retornos acumulados 84 dias à frente das decisões de compra e sobre a média dos retornos acumulados 84 dias à frente das decisões de venda? Sim, elas devem ser próximas. Afinal, há muitas decisões de compra e muitas decisões de venda, todas levadas a termo aleatoriamente dentro de um mesmo período.

Partindo dessa ideia, pensemos agora nas pessoas. Se pessoas são melhores do que macacos ao decidirem que ações comprar, que ações vender e quando isso será feito, o que

devemos então observar? Lembrando: no caso dos macacos, espera-se que o retorno médio depois de todas as compras seja igual ao retorno médio depois de todas as vendas. E no caso das pessoas? Bom, se elas tiverem mais habilidade que os macacos para operar ações, o retorno médio depois de todas as compras deve ser maior do que o obtido depois de todas as vendas. Sim, as ações que as pessoas decidem comprar devem apresentar um resultado melhor, nos quatro meses seguintes, do que as ações que elas decidem vender. Simples assim.

Mas o que o professor Odean encontrou foi o oposto disso. O retorno médio acumulado nos quatro meses após todas as compras (1,83%) foi menor do que o retorno médio acumulado nos quatro meses após todas as vendas (3,19%). Conclusão: as pessoas, ao decidirem o que e quando comprar e o que e quando vender, tomam decisões piores do que os macacos tomariam.

Por que Odean escolheu 84 dias úteis (quatro meses) para calcular o retorno de cada operação? Porque, de acordo com ele, esse é o horizonte médio das pessoas que operam ações (sim, é um horizonte relativamente curto e, sim, deve ser um número que varia muito de pessoa para pessoa). Contudo, ele também fez as contas usando horizontes mais longos, de 252 dias úteis (um ano) e de 504 dias úteis (dois anos), e os resultados foram similares. O retorno médio acumulado nos 252 dias depois de todas as compras foi de 5,69%, e o retorno médio acumulado nos 252 dias depois de todas as vendas foi de 9,00%. Para 502 dias, esses números foram 24,00% e 27,32%, respectivamente.

Podemos, então, interpretar essa evidência da seguinte maneira: teria sido melhor se as pessoas comprassem o que

gostariam de vender e vendessem o que gostariam de comprar! Em seu artigo, Odean apresentou uma segunda análise, a partir de um fundo de investimento hipotético que copiasse o que as 10 mil pessoas estivessem fazendo com cada ação. No início de cada mês, o fundo olharia, ação por ação, se as 10 mil pessoas, no agregado, haviam decidido comprar ou vender cada ação num passado recente. Em seguida, a estratégia do fundo para cada mês seria simplesmente comprar as ações que as pessoas estariam comprando e vender as ações que as pessoas estariam vendendo. Qual seria o desempenho desse fundo?

O desempenho desse fundo seria bem ruim. Tanto para o retorno médio simples quanto para a alfa — conforme se denomina a medida de retorno médio descontado o risco —, o fundo apresentaria números sempre negativos. Portanto, um fundo que decidisse seguir os passos dos investidores individuais perderia dinheiro de forma consistente. E, claro, um fundo que fizesse o contrário do que as pessoas fazem ganharia dinheiro consistentemente — e essa é, aliás, uma estratégia que alguns fundos tentam adotar.

Tais resultados são impactantes. OK, em um mercado supercompetitivo como o acionário, poderíamos até esperar que amadores que ficam operando ações para lá e para cá acabem tendo, em média (antes de considerarmos os custos de transação), um retorno equivalente ao de macacos que operam aleatoriamente. Mas irem pior do que macacos, comprando o que tem de ser vendido e vendendo o que tem de ser comprado? Como assim? Pois é... Mas, antes de pensarmos nesse fascinante “como assim?”, vamos ver outras evidências empíricas desse fato bizarro.

Em artigo publicado em 2001, Terrance Odean e o também professor Brad Barber analisaram um banco de dados atualizado da mesma corretora usada por Odean no citado artigo de 1999.² No novo texto, eles observaram a carteira completa de 35 mil pessoas e todas as compras e vendas de ações efetuadas por esse grupo entre fevereiro de 1991 e janeiro de 1997. Uma análise feita pelos professores em uma das tabelas do artigo é bastante reveladora. Nela, para cada investidor, os autores calcularam duas medidas de retorno.

A primeira medida referia-se ao retorno obtido em cada mês, de acordo com tudo o que cada um operara de verdade, ignorando-se quaisquer custos de transação, como corretagem e emolumentos. A segunda medida referia-se ao retorno que o investidor teria obtido mês a mês, caso tivesse mantido sua carteira sem qualquer movimentação nos 12 meses seguintes, a contar do início do ano. Comparar as duas medidas, então, seria apontar, basicamente, se as decisões de compra e venda tomadas ao longo de cada ano haviam sido benéficas, maléficas ou neutras. Os investidores agiram bem ao sair comprando e vendendo ações ou deveriam ter ficado quietinhos com sua carteira, tal qual ela se encontrava lá no começo do ano?

Se fossem macacos operando aleatoriamente, esperaríamos que as movimentações ao longo do ano (sempre ignorando os custos de transação) nem ajudariam nem atrapalhariam. Dito de outra forma, o retorno médio mensal das carteiras reais dos macacos deveria ser igual ao retorno médio mensal de suas carteiras no caso de eles terem ficado paradinhos em seus respectivos galhos desde o começo do ano. No entanto, na mesma direção do artigo de 1999, aqui também os professores verificaram que as pessoas operam pior do

que os símios: elas se machucam ao tomarem decisões de compra e venda de ações (vale repetir, mesmo sem levar em conta os custos de transação).

Em seu estudo, Odean e Barber separaram investidores homens de investidores mulheres por um motivo que discutiremos mais adiante — por enquanto, basta saber que os autores encontraram diferenças na atuação dos dois grupos. O retorno médio mensal das carteiras reais dos homens foi 0,07% (0,84% ao ano) inferior ao que eles teriam obtido se tivessem ficado quietos com suas carteiras desde o começo do ano. No caso das mulheres, o retorno foi 0,04% (0,48% ao ano) inferior ao que elas teriam obtido se tivessem ficado quietas com suas carteiras desde o começo do ano.

Outro importante artigo que avalia o desempenho das decisões de compra e venda dos investidores amadores foi desenvolvido pelos professores Mark Grinblatt e Matti Keloharju, com base em dados da Finlândia entre 1995 e 1996.⁵ Na época, havia apenas 16 ações líquidas na Bolsa do país, entre as quais a mais famosa era a Nokia. Para descobrir se as pessoas operam melhor, igual ou pior do que se operassem aleatoriamente, isto é, tais quais macacos, os autores do artigo usaram uma metodologia específica. A cada dia dos dois anos abarcados pelo banco de dados, as 16 ações eram ranqueadas de acordo com seus retornos acumulados nos 120 dias (seis meses) úteis à frente.

Por exemplo, no topo do ranking do dia 15 de maio de 1995 estava a ação que, no acumulado dos 120 dias úteis à frente dessa data, teria o melhor desempenho entre as 16 ações. No segundo lugar do ranking do mesmo dia estava a ação que, no acumulado dos 120 dias úteis à frente dessa

data, teria o segundo melhor desempenho entre as 16 ações. E assim por diante. Era como se os professores tivessem uma bola de cristal que pudesse ir indicando quais ações iriam melhor ou pior no futuro.

Feito esse ranking diário, Grinblatt e Keloharju selecionavam então, em cada data, as quatro ações do topo do ranking (as quatro que iriam melhor no futuro) e as quatro ações “da lanterna” (as quatro que iriam pior no futuro). Lembrando que eles observavam todas as operações realizadas na Finlândia naqueles dois anos (1995 e 1996), eles calculavam, em cada data, quanto as pessoas, no total, haviam comprado ou vendido das quatro ações do topo e quanto haviam comprado ou vendido das quatro ações da lanterna.

Voltemos ao dia 15 de maio de 1995. Segundo os professores, os investidores amadores finlandeses “mandaram bem” naquele dia caso tenham comprado mais das quatro ações do topo do ranking do que das quatro ações da lanterna do ranking. Trocando em miúdos, as pessoas “mandaram bem” se compraram mais das ações que iriam apresentar o melhor desempenho nos 120 dias à frente do que das ações que iriam apresentar o pior desempenho nos 120 dias à frente.

Seguindo esse método, Grinblatt e Keloharju conseguiram definir, para cada dia de 1995 e de 1996, se as pessoas mandaram bem (compraram mais ações do topo do que da lanterna) ou mandaram mal (compraram mais ações da lanterna do que do topo). Como observavam não só as operações das pessoas físicas, mas também de todos os outros tipos de investidor (bancos, fundos etc.), eles definiram ainda se esses outros grupos de investidores mandaram bem ou mal ao operarem na Bolsa em cada dia.

Voltemos ao planeta dos macacos. Quanto a esses nossos primos que operam de maneira aleatória, nós os observaríamos, com uma amostra longa o suficiente (e dois anos é uma amostra longa o suficiente), mandando bem em 50% dos dias (comprando mais das quatro ações do topo do que das quatro da lanterna) e mandando mal em 50% dos dias (comprando mais das quatro ações da lanterna do que das quatro do topo). E o que os professores apuraram sobre os investidores amadores finlandeses? Eles mandaram bem em mais ou em menos do que 50% dos dias? Nesse estágio da discussão, a resposta já não deve ser surpresa. Os finlandeses mandaram bem em apenas 44,8% dos dias! Sim, mais uma vez temos evidências de que pessoas podem operar pior do que macacos operariam!

Da Finlândia seguimos para Taiwan. Os taiwaneses adoram operar no mercado financeiro, por isso os professores Brad Barber e Terrance Odean foram investigar de perto o desempenho desses investidores, agora tendo como parceiros no projeto os coautores Yi-Tsung Lee e Yu-Jane Liu. Eles começaram analisando todos os negócios de todas as pessoas físicas na Bolsa de Taiwan entre 1995 e 1999. A metodologia empregada aqui foi a mesma adotada por Odean em seu estudo de 1999, aquele em que ele imaginou um fundo que copiava as decisões que as pessoas tomavam na Bolsa.

No início de cada mês, o fundo olharia, ação por ação, se as pessoas, no agregado, decidiram comprar ou vender uma determinada ação no passado recente. Aí, a estratégia do fundo para aquele mês seria comprar as ações que as pessoas estavam comprando e vender as que elas estavam vendendo. Como no artigo de 1999, mas aqui olhando para

a totalidade dos investidores individuais em Taiwan, o resultado do fundo foi negativo tanto em termos de retorno médio quanto em termos de alfa (sempre vale enfatizar: sem considerar quaisquer custos de transação). Ou seja, as pessoas, consistentemente, compram o que no futuro vai pior e, consistentemente, vendem o que no futuro vai melhor. Também em Taiwan.

Para complementar essa evidência internacional, trazemos uma evidência atual sobre o Brasil. Em nossas pesquisas acadêmicas temos utilizado um banco de dados proveniente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o qual nos permite acompanhar todas as operações das pessoas no mercado acionário nacional entre 2012 e 2018.⁴ Para nossa análise, pegamos nesse banco de dados todas as compras levadas a cabo pelas pessoas na Bolsa brasileira entre essas duas datas. Foram 19.127.350 compras no nível investidor-ação-dia, considerando-se apenas ações minimamente líquidas, isto é, as que nos 180 dias anteriores haviam movimentado todos os dias ao menos 1 milhão de reais.

Em seguida, classificamos cada uma das 19.127.350 compras como “boa” quando o retorno da ação adquirida era maior do que o retorno médio de todas as ações, considerando-se 120 dias úteis à frente. Ou seja, considerávamos a compra boa se a pessoa tivesse escolhido uma ação que iria melhor que a média no mercado no futuro. Assim, se estivéssemos falando de macacos, esperaríamos que 50% das compras fossem classificadas como boas, não é mesmo? Mas qual foi o percentual das compras das pessoas classificadas como boas? Mais do que 50%? Ou menos do que 50%? Sim, menos do que 50%, mais precisamente, 46,5%.

Pois é, nós, brasileiros, não somos diferentes de americanos, finlandeses e taiwaneses. No conjunto, também somos piores do que macacos quando vamos operar ações. E agora chegamos à pergunta crucial: como as pessoas conseguem ir pior do que macacos quando operam ativamente na Bolsa, que é uma atividade cerebral?

É aí que os vieses comportamentais entram em ação.

Se os alunos que fizeram aquela prova de múltipla escolha se saíram pior do que se tivessem chutado todas as respostas é porque, como já concluímos, essa prova devia estar recheada de pegadinhas. O mesmo vale para a Bolsa. Se as pessoas que operam ações fazem, em geral, escolhas piores do que fariam se escolhessem as ações de maneira aleatória, essa “prova da Bolsa” também deve estar recheada de pegadinhas que enganam os investidores amadores, por conta de seus vieses comportamentais. São esses vieses comportamentais que vamos discutir agora.

Sabemos que muita gente que apresenta desempenho ruim na Bolsa continua operando ações. Sim, os Traders são persistentes! Apanham, apanham, mas continuam indo para a briga... Por quê? O que pode explicar o fato de que, mesmo saindo machucadas, tendo desempenho pior do que o de um macaco e, ainda por cima, pagando custos de transação, tantas pessoas insistam em participar do mercado acionário de maneira ativa? A resposta pode estar nos dois primeiros vieses comportamentais que discutiremos a seguir: “excesso de confiança” e “busca por adrenalina”. Começemos, então, por aí.

Nos últimos cinco anos, o número de brasileiros operando na Bolsa de Valores teve um crescimento espantoso: de 500 mil em 2017 para mais de 4 milhões em 2022. Infelizmente, porém, a maioria das pessoas, em vez de lucrar, acaba perdendo o que investiu ou ficando praticamente no zero a zero.

Evitar cair nas armadilhas dos vieses comportamentais — comportamentos prejudiciais que muitos de nós apresentamos de forma recorrente — significa garantir um lucro maior no longo prazo. Muitas vezes, por exemplo, o excesso de confiança ou a busca por adrenalina fazem o investidor continuar operando ações mesmo quando seu resultado é muito ruim. Uma das consequências disso é que, na Bolsa de Valores, operações de compra e venda de ações realizadas por pessoas físicas costumam apresentar desempenho pior do que se tivessem sido feitas de modo aleatório.

Economistas renomados, com foco no comportamento dos investidores no mercado de ações, Bruno Giovannetti e Fernando Chague desenvolveram um trabalho pioneiro sobre a natureza dos equívocos que as pessoas físicas cometem ao começar a investir. Com linguagem clara e direta, *Trader ou Investidor?* apresenta o resultado dessa pesquisa, mostrando através de gráficos e muitos exemplos como os investidores, sejam eles iniciantes ou mais experientes, podem aumentar significativamente a chance de sucesso.

Com base em dados minuciosos e nas pesquisas mais recentes de psicologia, finanças e economia, este livro é um guia essencial para quem deseja investir com inteligência e montar uma carteira que permita arriscar com segurança financeira em longo prazo.

SAIBA MAIS:

<https://intrinseca.com.br/livro/trader-ou-investidor/>