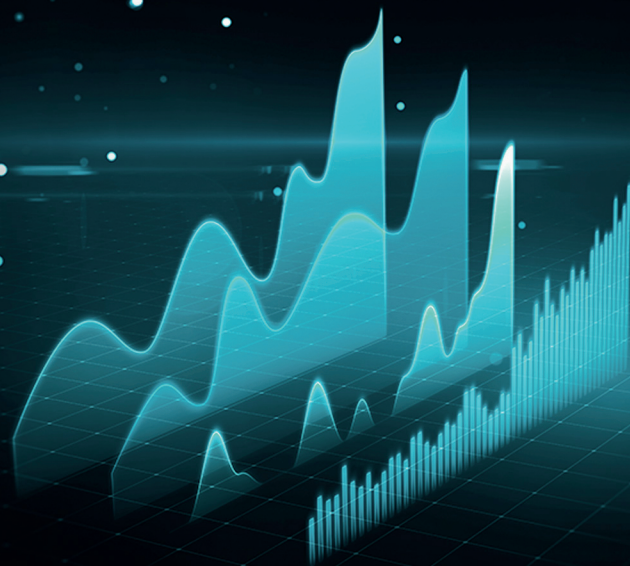




**OCCAM**  
BRASIL

Carta Temática nº 6

# A IMPORTÂNCIA DOS CABELOS BRANCOS NA ANÁLISE DE EMPRESAS



Agosto de 2023



*“Make everything as simple as possible, but not simpler.”*

*Albert Einstein*

## A Importância dos Cabelos Brancos na Análise de Empresas

Sempre gostei de matemática e, desde criança, os números exerciam um certo fascínio sobre mim. Acho que esse fascínio estava ligado a uma sensação de que a matemática me aproximava de certezas eternas e inquestionáveis. Numa prova, não há margem para dúvidas, o certo e o errado se mostram claramente quando confrontados com um gabarito. Além disso, as figuras geométricas são perfeitas. Provavelmente, isso tenha influenciado minha decisão de trabalhar com finanças, onde a rotina é cercada de uma profusão de números e cálculos.

Acabei me especializando em analisar empresas e nada poderia me parecer mais natural que usar fórmulas e números a fim de medir as companhias das mais diversas formas. Assim, julgava poder chegar a conclusões exatas a respeito de qualquer questão que me fosse apresentada. Duas, em particular, me acompanharam durante toda minha vida profissional.

- (i) Qual é o preço correto da ação de uma dada companhia?
- (ii) Qual é o preço correto de um título de dívida de uma dada companhia?

Para responder a essas perguntas, usei muitos modelos de terceiros e elaborei, eu mesmo, outros tantos. Apesar das diferenças de fundamentos e complexidades entre eles, todos têm a pretensão de apresentar resultados precisos. Durante algum tempo acreditei realmente ser capaz de determinar o “preço justo” dos ativos usando planilhas e modelos matemáticos. Não obstante, com alguma dor, percebi que eles não são tão precisos e que há limitações estruturais importantes para sua utilização.

A título de exemplo, o modelo CAPM, amplamente usado por gestores de ações para determinação de preços justos, parte da premissa que o mercado é eficiente. O problema é que essa premissa não é aceita pelos gestores (se fosse, não poderiam acreditar ser capazes de ir melhor que o mercado). Outro detalhe: usualmente o preço alvo das ações é divulgado com precisão de centavos, reforçando a impressão de uma exatidão que na verdade inexistente.

Outras premissas comuns em grande parte dos modelos do mercado financeiro: (i) não há custo de transação, (ii) notícias e novas informações são difundidas de forma rápida e uniforme entre todo o mercado, (iii) investidores são igualmente capazes de analisar tais dados novos, os interpretam da mesma forma e



chegam às mesmas conclusões. Há muitas outras. O que há de comum a todas essas premissas é que elas são falsas.

Todos os gestores sabem disso. Sabem também que precisam entregar resultados no curto prazo e que modelos, em geral, supõem uma convergência apenas em prazos dilatados. Ainda assim, todos continuam usando os mesmos modelos.

Certa vez, terminada uma apresentação em um comitê de investimentos indicando a valorização do Real, o gestor perguntou ao operador de câmbio o que ele achava e a resposta foi: “tá ruim”. Não havia um porquê, ou qualquer cálculo consciente. Para minha surpresa, o gestor não apostou na apreciação do Real, e não errou nas semanas seguintes.

Muitas vezes vi modelos falharem em sua tarefa de prever o futuro e, mais que isso, com facilidade quase inacreditável profissionais anteverem esses erros, mesmo sem explicar ao certo como – assim como não explicamos o porquê de reconhecer a voz de algum conhecido. Neste mundo em que analistas já consultam a inteligência artificial para fazer cenários e o ChatGPT é confrontado sobre como se ganhar dinheiro rápido, o jargão clássico ganha ainda mais valor no mercado financeiro: conhecimento e sabedoria são coisas diferentes.

Não abandei os modelos nem os números. Tampouco recomendo que alguém venha a cometer tal sacrilégio. No entanto, confesso que tenho dado um valor diferente aos modelos e me esforçado para nunca me esquecer de suas limitações. Neste 2023, já vimos algumas limitações de empresas gigantes que não estavam nos números, mas vieram à tona e fizeram estrago.

Uma decisão que tomei e que recomendo foi simplificar os modelos. Eles precisam ser simples e essenciais! Outra mudança de postura foi a de dar maior peso a premissas e fatores que estão fora dos modelos, mas que fazem parte da realidade à nossa volta. Em outras palavras, passei a dar maior valor para a intuição pura e simples. Mais sabedoria do que conhecimento.

No mercado de crédito, acho que isso é particularmente importante. Por diversas vezes, deixei de aprovar operações que passavam em todos os critérios e processos porque sentia haver “algo errado”. Quando perguntado sobre o motivo da negativa alegava que meu estomago não estava de acordo. Nunca me arrependi de nenhuma dessas negativas. A intuição e o processo “quantitativo” precisam convergir!

Quanto à determinação do preço justo de uma ação, temos um problema adicional. Há tantas variáveis e graus de liberdade na elaboração de um modelo que os analistas podem chegar a resultados muito díspares sem dificuldades. Basta a alteração de alguns pequenos parâmetros e, bingo, muda-se a recomendação de compra para venda ou vice-versa. Em muitos casos, o analista já tem a opinião formada antes de fazer o modelo e o faz para justificar sua opinião perante terceiros ou para si próprio. Minha hipótese é de que os



melhores analistas agem assim, mesmo quando não têm consciência disso. Novamente, temos intuição e modelagem trabalhando juntas, mas melhor seria se essa dobradinha se desse de forma consciente.

Fica a pergunta: se os modelos não são suficientes e é importante fazermos uso da intuição para complementá-lo, como desenvolver a intuição e como incorporá-la no processo de decisão?

Não se dá muita importância a essa questão, apesar de sua relevância. Muitas pessoas têm receio de comentar que usam aspectos qualitativos em sua tomada de decisão. Além disso, as instituições de ensino no Brasil não costumam ter uma cadeira dedicada ao desenvolvimento de “sentimento e intuição” em seus cursos de finanças. Enquanto não saímos da escola com essa sabedoria, sempre será possível usar intuição de terceiros mais experientes. Para tanto, basta incluir membros no comitê de investimentos que não participaram do processo de modelagem. Em outra mão, acredito que todos os analistas acabem por desenvolver essa aptidão ao longo do tempo e, na medida em que façam mais e mais análises. Aqui, certamente o tempo faz diferença e, nesse sentido, todo analista deveria ficar feliz ao notar uma redução do volume de cabelos ou aumento dos fios brancos ao se olhar no espelho. Eles costumam vir acompanhados de melhor rentabilidade.

Atenciosamente,

Petrônio Cançado

Equipe Occam Brasil