

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS

RAFAEL DISCONZI RODRIGUES

**TOMADA DE DECISÃO NA GESTÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DE
RENDA VARIÁVEL SOB A PERSPECTIVA NATURALÍSTICA**

Porto Alegre
2017

RAFAEL DISCONZI RODRIGUES

**TOMADA DE DECISÃO NA GESTÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DE
RENDA VARIÁVEL SOB A PERSPECTIVA NATURALÍSTICA**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Éder Henriqson

Porto Alegre
2017

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

R696t Rodrigues, Rafael Disconzi
 Tomada de decisão na gestão de fundos de investimento de renda variável sob a perspectiva naturalística / Rafael Disconzi Rodrigues – 2017.
 94 fls.

 Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.
 Orientador: Prof. Dr. Éder Henriqson

 1. Administração. 2. Administração – Processo decisório. 3. Fundos de investimentos. I. Henriqson, Éder. II. Título.

CDD 658.403

Rafael Disconzi Rodrigues

Tomada de Decisão na Gestão de Fundos de Investimento de Renda Variável Sob a Perspectiva Naturalística

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração, pelo Mestrado em Administração e Negócios da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Aprovado em 24 de março de 2017, pela Banca Examinadora.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Eder Henriqson
Orientador e Presidente da sessão

Profa. Dra. Maira Petrini

Prof. Dr. Peter Bent Hansen

Prof. Dr. Tarcisio Saurin

Dedico à Laura, por tudo...

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, gostaria de agradecer ao Prof. Dr. Éder Henriqson, meu orientador, pela confiança, por seu apoio incessante e encorajamento contínuo ao longo desse trabalho. Muito obrigado pelos diálogos estimulantes, pela generosidade em ter compartilhado seu conhecimento e, principalmente, pelo respeito e amizade que construímos.

À todos os participantes que dedicaram seu tempo em ajudar nesse estudo, sem o qual essa pesquisa não seria possível. Sua *expertise* na Gestão de Fundo de Investimento construiu o pilar empírico dessa pesquisa e, por isso, sou muito agradecido.

Aos professores, funcionários e colegas do Programa de Pós-Graduação em Administração da PUCRS pela convivência, suporte e contribuições feitas.

Por último, e não menos importante, agradeço profundamente à minha família pelo apoio, incentivo e alegria sempre presentes ao longo de minha vida. Enfim, meu agradecimento a vocês por todas as razões usuais e por algumas não-usuais também.

The Road Not Taken

*Two roads diverged in a yellow wood,
And sorry I could not travel both
And be one traveler, long I stood
And looked down one as far as I could
To where it bent in the undergrowth;*

*Then took the other, as just as fair,
And having perhaps the better claim,
Because it was grassy and wanted wear;
Though as for that the passing there
Had worn them really about the same,*

*And both that morning equally lay
In leaves no step had trodden black.
Oh, I kept the first for another day!
Yet knowing how way leads on to way,
I doubted if I should ever come back.*

*I shall be telling this with a sigh
Somewhere ages and ages hence:
Two roads diverged in a wood, and I--
I took the one less traveled by,
And that has made all the difference.*

Robert Frost, 1914, England.

RESUMO

As decisões de investimento financeiro são dinâmicas e complexas pois são orientadas por uma série de fatores, tais como, o contexto macroeconômico, a volatilidade dos mercados e o risco potencial de perda financeira, que impactam o valor dos ativos. Nesse cenário, os investidores buscam se organizar através de Fundos de Investimento, exigem a definição de políticas e regulamentos, e contratam Gestores experientes que consigam obter um melhor desempenho para seu patrimônio. Tendo em vista a criticidade dessa Gestão, quer seja por seu efeito sobre o patrimônio dos investidores, quer seja pela propagação de análises equivocadas sobre a economia, implica na necessidade de se compreender melhor como a tomada de decisão desses Gestores é, de fato, estruturada em contextos reais. Sob essa ótica, o objetivo desse trabalho é caracterizar a tomada de decisão dos Gestores de Fundos de Investimento em Renda Variável na perspectiva da decisão naturalística. Esta pesquisa apresenta um estudo qualitativo com 13 Gestores de Fundos de Investimento em Renda Variável que administram 31 Fundos de Investimento. Além de entrevistas exploratórias e análise de documentos de aproximação com o campo de estudo, foi utilizado o modelo RPD (*recognition-primed decision*) com base em entrevistas episódicas através do protocolo CDM (*critical decision method*) para elicitare conhecimento sobre as atividades críticas de decisão dos Gestores que são a alocação e a gestão do portfólio. Os resultados sugerem que a gestão de Fundo de Investimento não obedece a ordem das escolhas e a *expertise* e a intuição do Gestor possui um papel determinante na construção de estratégias de investimento. Os dados demonstram ainda que existem diferenças relevantes entre Gestores novatos e peritos que impactam no desempenho, sendo o perito definido pelos repertórios de padrões adquiridos e seu modelo de simulações mentais praticadas. Explorou-se também que os construtos de auto-regulação e auto-eficácia podem explicar diferenças entre o desempenho ao longo do tempo. Por fim, contribuições e limitações da pesquisa são apresentadas.

Palavras-chave: Tomada de Decisão. Fundo de Investimento. Decisão Naturalística. Experiência. Intuição.

ABSTRACT

Financial investment decisions are dynamic and complex because they are driven by a number of factors, such as the macroeconomic context, the volatility of the markets and the potential risk of financial loss that impact the value of the assets. In this scenario, investors seek to organize themselves through Investment Funds, require the definition of policies and regulations, and hire experienced Managers who can achieve a better performance for their equity. Given the criticality of this Management, whether due to its effect on investors' equity or through the propagation of mistaken analyzes about the economy, it implies the need to understand better how the decision-making of these Managers is, in fact, structured in real contexts. From this perspective, the objective of this work is to characterize the decision-making of the Managers of Investment Funds in Variable Income in the perspective of the naturalistic decision. This research presents a qualitative study with 13 Managers of Investment Funds in Variable Income that manage 31 Investment Funds. In addition to exploratory interviews and analysis of documents of approximation with the field of study, the RPD (recognition-primed decision) model was used based on episodic interviews through the CDM (critical decision method) protocol to elicit knowledge about manager's critical decision activities, which are the allocation and management of the portfolio. The results suggest that the management of the Investment Fund does not obey the order of the choices and the Manager's expertise and intuition plays a decisive role in the construction of investment strategies. The data also show that there are significant differences between novice managers and experts who impact on performance, being the expert defined by the repertoires of acquired standards and their model of mental simulations practiced. It was also explored that self-regulation and self-efficacy constructs may explain differences in performance over time. Finally, research contributions and limitations are presented.

Keywords: Decision Making. Investment Fund. Naturalistic Decision. Expertise. Intuition.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Histórico das Conferências Internacionais de Tomada de Decisão Naturalística (TDN).....	18
Figura 1 – Modelo Recognition-Primed Decision-Making (RPD).....	28
Quadro 2 – Categorização de Metodologias para o estudo da Tomada de Decisão Naturalística (TDN).....	34
Figura 2 – Desenho da Pesquisa	43
Quadro 3 – Perfil dos Entrevistados – Fase 1 (em anos)	44
Quadro 4 – Perfil dos Entrevistados – Fase 2 (em anos)	46
Tabela 1 – Desempenho por Gestor no período de 5 anos (em %).....	52
Figura 3 – Extrato de entrevista utilizando CDM (<i>critical decision method</i>), mapeada para o Modelo RPD (<i>recogniton-primed decision</i>)	56
Figura 4 – Extrato de entrevista utilizando CDM (<i>critical decision method</i>), mapeada para o Modelo RPD (<i>recogniton-primed decision</i>)	58
Figura 5 – Extrato de entrevista utilizando CDM (<i>critical decision method</i>), mapeada para o Modelo RPD (<i>recogniton-primed decision</i>)	60
Figura 6 – Extrato de entrevista utilizando CDM (<i>critical decision method</i>), mapeada para o Modelo RPD (<i>recogniton-primed decision</i>)	62
Tabela 2 – Síntese Ilustrativa de Alocação de Portfólio Gestores de Fundo de Investimento em Ações Modelo RPD	64
Figura 7 – Extrato de entrevista utilizando CDM (<i>critical decision method</i>), mapeada para o Modelo RPD (<i>recogniton-primed decision</i>)	66
Figura 8 – Extrato de entrevista utilizando CDM (<i>critical decision method</i>), mapeada para o Modelo RPD (<i>recogniton-primed decision</i>)	68
Tabela 3 – Síntese Ilustrativa de Gestão de Portfólio Gestores de Fundo de Investimento em Ações - Modelo RPD.....	69
Quadro 5 – A diferença de <i>expertise</i> entre o Perito e o Novato na Gestão de Fundo de Investimento.....	73
Figura 9 – Desempenho, experiência e auto-eficácia	77

LISTA DE SIGLAS

TDN – Teoria da Decisão Naturalística

RPD – Recognition-Primed Decision

CDM – Critical Decision Method

TDC – Teoria da Decisão Clássica

CTA – Análise Cognitiva da Tarefa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 CONTEXTO	13
1.2 PROBLEMA	14
1.3 OBJETIVOS	16
1.4 JUSTIFICATIVAS	17
1.5 ORGANIZAÇÃO DO RELATÓRIO	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	18
2.2 DECISÃO NATURALÍSTICA: ORIGENS E CONCEITOS	18
2.2.1 Origens e Definição	18
2.2.2 Características da Decisão Naturalística	22
2.2.3 Contexto de Decisão Naturalística.....	23
2.2.3.1 Características do Contexto Naturalístico.....	23
2.3 MODELO DE TOMADA DE DECISÃO NATURALÍSTICA	25
2.3.1 Origens do Modelo RPD (Recognition-Primed Decision Making).....	25
2.3.2 Descrição do Modelo RPD.....	27
2.3.2.1 Situações de rotina (Nível 1).....	29
2.3.2.2 Desenvolvimento de curso de ação (Nível 2)	29
2.3.2.3 Estratégia Complexa RPD (Nível 3).....	29
2.3.3 Predomínio do modelo RPD.....	30
2.3.4 O valor do modelo RPD.....	30
2.3.5 Características Principais do Modelo	31
2.3.6 Limitações do Modelo RPD.....	31
2.4 METODOLOGIAS PARA O ESTUDO DA TOMADA DE DECISÃO NATURALÍSTICA	32
2.4.1 Métodos de Análise Cognitiva da Tarefa (CTA).....	35
2.4.2 Elicitação do Conhecimento: Entrevistas e Observações.....	36
2.4.3 Elicitação do Conhecimento: Métodos de Rastreamento do Processo.....	37
2.4.4 Elicitação do Conhecimento: Mapas Conceituais	38
2.5 CONSIDERAÇÕES PARA A PESQUISA.....	39

3 MÉTODO DE PESQUISA.....	41
3.1 CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO	41
3.2 UNIDADE DE ANÁLISE	42
3.3 DESENHO DA PESQUISA.....	42
3.3.1 FASE 1 – Aproximação inicial com o campo de estudo	43
3.3.1.1 Preparação do Estudo.....	43
3.3.1.2 Coleta e Análise de Dados	44
3.3.2 FASE 2 – Estudo em Profundidade da Tomada de Decisão	45
3.3.2.1 Coleta e Análise de Dados	46
3.3.3 FASE 3 – Descrição e Validação dos Resultados	47
3.4 CONSIDERAÇÕES ÉTICAS	47
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	48
4.1 CARACTERIZAÇÃO DA GESTÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO	48
4.1.1 O contexto da Gestão de Fundo de Investimento.....	48
4.1.2 O papel do Gestor na Gestão de Fundo de Investimento	49
4.1.3 A Tomada de Decisão na Gestão de Fundo de Investimento	50
4.1.4 Existência de elementos de TDN (Tomada de Decisão Naturalística)	52
4.1.5 Considerações Finais	54
4.2 ANÁLISE DA DECISÃO NATURALÍSTICA	54
4.2.1 O Modelo RPD	54
4.2.2 Alocação do Portfólio.....	55
4.2.2.1 Definição da Atividade	55
4.2.2.2 Alocação de Portfolio: Simulação de Decisão dos Gestores	55
4.2.3 Gestão do Portfolio	64
4.2.3.1 Definição da Atividade	64
4.2.3.2 Simulação de Decisão dos Gestores	65
4.2.4 Considerações Finais	70
4.3 DISCUSSÕES.....	70
4.3.1 Pressuposto I: Sobre a formulação de problemas e a seleção de alternativas (escolhas).....	70
4.3.2 Pressuposto II: O papel da Expertise.....	72

4.3.3 Pressuposto III: A Auto-regulação e a Auto-eficácia na Gestão de Fundos de Investimento	75
4.3.4 Considerações Finais	78
5 CONCLUSÃO	79
REFERÊNCIAS	83
APENDICE A – CARTA DE APRESENTAÇÃO DO PESQUISADOR.....	91
APENDICE B – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO.....	92
APÊNDICE C – QUADRO-SÍNTESE FASE 1 DA PESQUISA.....	93
APÊNDICE D – QUADRO-SÍNTESE EXEMPLIFICANDO ENTREVISTA EPISÓDICA REALIZADA DURANTE A FASE 2 DA PESQUISA COM BASE NO PROTOCOLO DE <i>CRITICAL DECISION METHOD</i> (CDM)	94

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO

Chama-se “Fundo de Investimento” o patrimônio estabelecido por um conjunto de investidores representado por cotas individuais que demonstram a participação de cada investidor no patrimônio total. Essas cotas possuem o benefício da valorização diária, (marcação a mercado) que permite o resgate ou aporte de recursos sobre o preço à vista dos ativos que compõem o Fundo (FORTUNA, 2002).

Em sua estrutura básica, tendo como referência a legislação vigente ¹, esses investidores buscam elaborar políticas e regulamentos de gestão desses Fundos e dispõem-se a remunerar seus gestores com base em seu desempenho, pois os Fundos investem buscando rentabilidade a qual pode ou não ser medida em comparação com um índice de referência, por exemplo, o Ibovespa. A decisão de escolha da composição e do balanceamento dos ativos que compõem o Fundo de Investimento, por sua vez, cabe ao gestor escolhido pelos investidores o qual possui autonomia estipulada em regulamento e é mandatário da tomada de decisão (HABABOU; MARTEL, 1998). Dado o elevado potencial de perda monetária existente nesses Fundos de Investimento por decisões equivocadas, seus investidores buscam o auxílio de profissionais especializados para atuar nessa gestão com o intuito de alcançarem os retornos esperados para seu patrimônio.

O ambiente financeiro de Fundos de Investimento em Renda Variável é dinâmico e complexo. As decisões de investimento são orientadas por uma série de fatores que impactam no valor e na definição dos ativos financeiros (CHRISTOFFERSEN; MUSTO; WERMERS, 2014). Em cenários econômicos desafiadores – como no caso brasileiro – a busca de ativos financeiros que possam compor e agregar valor aos Fundos de Investimento é crítica. A construção de estratégias consistentes na identificação de ações de empresas com fortes fundamentos operacionais, bem como sua alocação no portfólio e o momento de entrada e saída do ativo, tornam-se fundamentais para o sucesso dos Fundos de Investimento (THOMA et al., 2015).

Exemplos de perdas financeiras de Fundos Investimento são comumente presságios de crises econômicas e, em casos mais severos, escalam para patamares globais, como por exemplo, o colapso dos bancos de investimento ocorrido nos Estados Unidos em 2008, sendo

¹ Instruções Normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), n. 306, 409, 438, 522.

seu principal vórtice a quebra do Lehman Brothers, um tradicional banco de investimento com mais de 150 anos de existência e, aproximadamente, USD 300 bilhões de ativos sob gestão. A crise do *subprime*, como ficou conhecida, desencadeada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco, os quais se transformaram em ativos financeiros sem valor, levaram Fundos de Investimento que possuíam esses ativos em seus portfólios, a situações de insolvência, repercutindo negativamente, pela sua magnitude, em economias de todo o mundo (KINDLEBERGER; ALIBER, 2011).

A complexidade existente na gestão de Fundos de Investimento em Renda Variável, quer seja pelo seu efeito sobre o patrimônio dos investidores, quer seja pela propagação de análises equivocadas sobre a economia, implica na necessidade de se compreender melhor como essa gestão é, de fato, estruturada. Com isso, o estudo da tomada de decisão nesse tipo de contexto oferece um enfoque oportuno sobre como os gestores enfrentam esses cenários e buscam garantir desempenho para seus investidores.

1.2 PROBLEMA

As variações significativas de desempenho apresentadas entre Fundos de Investimento vêm motivando a busca pelas razões pelas quais ocorrem. Assumindo, como premissa básica, que as informações para o desenvolvimento de modelos que procuram simplificar a realidade e algoritmos matemáticos para estruturar essa gestão estejam disponíveis a todos participantes nesse contexto, seria esperado que essas variações não existissem (AMER; TUGRUL; JETTER, 2013). O papel de modelos automatizados de apoio à decisão procura apresentar como característica principal a redução da incerteza trazida pelo ambiente externo. Porém, em algumas situações, há sobrecarga de informações irrelevantes para o problema apresentado o que acaba dificultando a identificação da solução (CITROEN, 2011). Dessa forma, trata-se de uma questão de tomada de decisão. Pois, nessa ótica, os desempenhos diferentes entre Fundos de Investimento, são oriundos da capacidade do gestor em gerar alternativas e na habilidade de fazer escolhas, bem ou mal sucedidas, para a composição de seu portfólio de ativos.

O campo de estudo de tomada de decisão é compartilhado por várias disciplinas, tais como a matemática e a estatística, a economia, a ciência política, a sociologia e a psicologia. A teoria da decisão concentra questões normativas e descritivas. As análises normativas estão relacionadas à natureza da racionalidade e à lógica da tomada de decisão. Já a discussão descritiva refere-se, por outro lado, às crenças e às preferências como elas são e não como deveriam ser (KAHNEMANN; TVERSKY, 2002). O pensamento comum presente nas

questões normativas e descritivas, refere-se também a existência de um modelo dual de decisão, conhecido como “sistema 1” e “sistema 2”. O primeiro, é intuitivo, automático, involuntário quase sem esforço; o segundo é reflexivo, lento, analítico e baseado em regras hierárquicas. A tensão existente entre os dois sistemas caracterizam significativamente o estudo do julgamento e da escolha (KAHNEMANN; KLEIN, 2009).

No contexto de Fundos de Investimento, as correntes teóricas mais aderentes à compreensão da estrutura da decisão são a perspectiva clássica e a perspectiva naturalística. Na perspectiva clássica esse tema vem sendo tratado através da utilização de uma série de modelos quantitativos para a simplificação da incerteza e do risco, sendo os mais relevantes as Teorias da Probabilidade, as Redes Bayesianas e as Teorias da Utilidade, as quais fornecem metodologias para a obtenção da escolha ótima de uma alternativa entre tantas possíveis (BEACH; LIPSHITZ, 1993). A visão clássica propõe que as decisões tenham foco em um processo linear de escolha e consideram que há uma clara separação entre sujeito e objeto no desenvolvimento da decisão.

A perspectiva naturalística, em contrapartida, explora a experiência e a *expertise* do decisor. No contexto da gestão de Fundos de Investimento, a perspectiva naturalística permite examinar as decisões em contextos reais com limitação de tempo, incerteza, com objetivos pouco claros ou muitas vezes conflitantes (LIPSHITZ et al., 2001). O reconhecimento de determinados padrões que resultou em um *trading* ganhador hoje pode não ter utilidade no pregão de amanhã. Um estudo realizado por Malkiel (1999) sugere que macacos com olhos vendados lançando dardos aleatoriamente podem selecionar ações com tanto sucesso quanto gestores profissionais de portfólios. Tal estudo, ainda que controverso, tem evidências que corroboram a existência de elementos não-estruturados nesse contexto de decisão. Embora seja claro que as decisões multicritérios da perspectiva clássica possam proporcionar a compreensão de decisões em contextos estruturados e tratáveis, é preciso reconhecer que o ambiente de decisão dos Gestores de Fundos de Investimento apresenta também características de intratabilidade e a existência de elementos intuitivos na decisão dos gestores com reflexos na performance.

Gestores de Fundos de Investimento podem obter desempenho superior através da decisão do momento da escolha de determinado ativo para a composição de seu portfólio (KACPERCZYK; NIEUWERBURGH; VELDKAMP, 2014). A capacidade de avaliar a volatilidade do ativo ao longo do pregão (*market timing*) e definir o momento de entrada e saída no curto prazo (*stock picking*), ou ainda, desenvolver a percepção antecipada de cenários de alta ou cenários recessivos como padrões para estruturar a tomada de decisão e o

curso de ação, torna clara a pressão de tempo e a incerteza existentes para o desempenho desses gestores em contextos reais (MALKIEL, 1995).

Dessa forma, dado a complexidade da atividade em que os gestores de fundo de investimento estão inseridos, na qual é exigido conhecimento especializado e abrangente sobre as variáveis que impactam no valor dos ativos financeiros bem como a necessidade de adaptabilidade e antecipação das variações do cenário externo, o desenvolvimento da decisão nesses contextos exige elementos de intuição e *expertise*, apesar da existência de um sistema de informações auditáveis utilizados pelos Gestores (KAHNEMANN; KLEIN, 2009).

Partindo da perspectiva naturalística da decisão, essa pesquisa explora o papel dos repertórios (estoques de experiências) e das simulações mentais que produzem as decisões. Não se trata de mais um estudo para analisar decisões na perspectiva clássica da teoria da escolha multicritério. Neste sentido, a seguinte questão de pesquisa pode ser enunciada: **como se caracteriza a tomada de decisão dos gestores de fundos de investimentos de renda variável na perspectiva da decisão naturalística?**

1.3 OBJETIVOS

O objetivo geral desse trabalho é explorar os pressupostos teóricos da tomada de decisão dos gestores de fundos de investimentos de renda variável na perspectiva da decisão naturalística, examinando o papel dos repertórios e das simulações mentais.

Este estudo tem como objetivos específicos:

- a) Identificar na literatura os elementos que podem ser adotados para caracterizar a decisão naturalística e o contexto em que ela ocorre para a realização da parte empírica do estudo;
- b) Caracterizar a gestão de Fundo de Investimento, identificando os elementos de tomada de decisão naturalística;
- c) Analisar os aspectos de reconhecimento e simulações mentais na tomada de decisão naturalística;
- d) Explorar pressupostos teóricos da tomada de decisão naturalística.

1.4 JUSTIFICATIVAS

Esta pesquisa traz contribuições teóricas e práticas. A contribuição teórica se dá na aproximação da literatura sobre a tomada de decisão clássica e a perspectiva naturalística, ao contexto de gestão de fundos de investimento com o intuito de caracterizar o processo de tomada de decisão dos gestores. Este estudo busca, ainda, contribuir para o aprofundamento dos principais elementos que compõem essas diferentes estruturas de decisão oferecendo suas principais premissas, características e como essas decisões têm sido pesquisadas.

Do ponto de vista prático, esse trabalho procura identificar os critérios utilizados, através da análise de repertórios e simulações mentais, pelos gestores de patrimônio bem como eventuais diferenças sobre como desenvolvem seu processo decisório na construção de seu portfolio, com o intuito de analisar convergências. Essas informações poderão servir de análise para as empresas do setor avaliarem seu processo e, se for o caso, se beneficiar de padrões que possam surgir ao final do estudo no intuito de aperfeiçoar sua tomada de decisão.

Dessa forma, além das contribuições mencionadas acima, esse estudo se justifica pela originalidade em buscar aproximar a perspectiva naturalística da decisão à tomada de decisão dos gestores de fundos de investimento em renda variável. Pois, estudos dessa natureza, são pesquisados basicamente através de lentes teóricas de decisões clássicas.

1.5 ORGANIZAÇÃO DO RELATÓRIO

Essa pesquisa está estruturada em cinco capítulos, sendo o primeiro deles esta Introdução, que aborda o contexto, a construção do problema de pesquisa com seus objetivos geral e específicos bem como as justificativas para a pesquisa apresentada. No segundo capítulo é apresentada uma revisão de literatura sobre os principais referenciais teóricos que estruturam esse estudo. O terceiro capítulo compreende as questões metodológicas do trabalho, sendo o quarto capítulo utilizado para a apresentação e a discussão dos resultados e o quinto capítulo conclui a pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

O objetivo desse capítulo é identificar na literatura as origens e conceitos da decisão naturalística, a descrição de um modelo de tomada de decisão naturalística, um levantamento de metodologias utilizadas nesse campo de estudo e define um caminho a seguir no relatório empírico. Assim, foi realizada uma revisão integrativa (CROSSAN; APAYDIN, 2010; SANTOS, J.; MALDONADO; SANTOS, M., 2011) a partir da base de dados Web of Science (WoS). Os termos de busca utilizados foram “decisão naturalística” e “tomada de decisão”, resultando inicialmente na identificação de 558 estudos publicados entre 1945 e 2016. O refinamento da busca por intermédio de filtros disponíveis na própria base de dados resultou em 115 artigos que foram analisados.

2.2 DECISÃO NATURALÍSTICA: ORIGENS E CONCEITOS

2.2.1 Origens e Definição

O campo de estudo da tomada de decisão naturalística (TDN) teve sua origem na conferência internacional sediada em Dayton, Ohio, em 1989. Essa conferência procurou reunir pesquisadores que buscavam compreender como ocorre a tomada de decisão em contextos reais, em condições de limitação de tempo, incerteza, objetivos conflitantes e risco. Desde então, um importante fórum de discussão da TDN tem sido as conferências sobre o tema (e as publicações decorrentes das mesmas) (Ver Quadro 1, com o sumário das Conferências de Tomada de Decisão Naturalística).

Quadro 1 – Histórico das Conferências Internacionais de Tomada de Decisão Naturalística (TDN)

<i>Local</i>	<i>Realizações</i>	<i>Publicações</i>
Dayton, OH (1989)	TDN01. Essa conferência representou “o chamado” para a expansão dos estudos sobre resolução de problemas e tomada de decisão, incorporando pesquisas sobre <i>expertise</i> , tornando essa área de estudo relevante para a comunidade de pesquisas aplicadas.	KLEIN, G. A. Decision making in action: models and methods. Ablex, USA: Praeger, 1993.
Dayton, OH (1994)	TDN02. A ênfase dessa conferência foi mais específica, com foco nas aplicações da pesquisa de TDN em contextos reais, integrando os resultados desses estudos com possíveis novas atuações. Revisão do estado atual da área e especificação de próximos passos.	ZSAMBOK, C. E.; KLEIN, G. (Ed.). Naturalistic decision making. NJ: Lawrence Erlbaum, 1997.

Continua

<i>Local</i>	<i>Realizações</i>	<i>Publicações</i>
Aberdeen, Scotland (1996)	TDN03. Essa conferência enfatizou o interesse de pesquisadores europeus em TDN, integrando paradigmas de pesquisas existentes dentro da comunidade europeia com as linhas de pesquisa de TDN.	FLIN, R.; SALAS, E. (Ed.). Decision making under stress: emerging themes and applications. London: Ashgate, 1998.
Washington, DC (1998)	TDN04. Esse encontro documentou as evoluções feitas em relação aos primeiros trabalhos desenvolvidos na área, e continuou o debate da relação de TDN com outros paradigmas como os fatores humanos e “cognição em estado selvagem”.	SALAS, E.; KLEIN, G. Linking expertise and naturalistic decision making. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 2001.
Estocolmo, Suécia (2000)	TDN05. Essa conferência foi organizada em formato de matriz combinando a metodologia (CTA e métodos observacionais) e áreas de aplicação (Decisões de erros, aprendendo com a experiência, motivação e emoção, análise da situação e treinamento) da TDN.	BREHMER, B.; LIPSHITZ, R.; MONTGOMERY, H. (Ed.). How professionals make decisions. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 2004.
Pensacola, FL (2003)	TDN06. O foco dessa conferência foi sobre “ <i>expertise</i> fora do contexto” e teve atenção específica para questões e problemas que surgem quando especialistas confrontam situações que saem esfera da “rotina”. Debates sobre as relações da TDN, com a ciência de laboratório tradicional e a micro e macro cognição.	HOFFMAN, R. R. (Ed.) Expertise out of context: proceedings of the Sixth International Conference on Naturalistic Decision Making. Mahwah, NJ: Erlbaum, 2006).
Amsterdã, Holanda (2005)	TDN07. Cinco temas foram enfatizados nessa conferência: apoio à decisão adaptativa, etnografia cognitiva, crime e tomada de decisão, gestão de crise e tomada de decisão médica. Nas sessões, o modelo TDN foi aplicado para novas e diversas áreas, como detecção de minas terrestres, julgamentos em situações de crime e exploração espacial.	SCHRAAGEN, J. M. et al. (Ed.). Naturalistic decision making and macrocognition. London: Ashgate, 2008.
Monterrey, CA (2007)	TDN08. Essa conferência representou a diversidade de pesquisa de TDN incluindo: gestão do conhecimento, aplicações para organizações e times e operações de segurança militar. Debates centrados sobre a adequação da construção da macro cognição e os desafios metodológicos que continuam a enfrentar no campo.	MOSIER, K. L.; FISCHER, U. M. (Ed.). Informed by knowledge: expert performance in complex situations. Sussex, UK: Taylor & Francis, 2010.

Continua

<i>Local</i>	<i>Realizações</i>	<i>Publicações</i>
Londres, Inglaterra (2009)	TDN09. “TDN e Computadores” foi desenvolvida para compreender o efeito da tecnologia dos modernos computadores na tomada de decisão existentes em contextos naturalísticos, tais como, diagnose médica e tratamento, comando e controle, mercados financeiros, análise de informação. Adicionalmente, as linhas de estudos tradicionais de pesquisa da TDN, a conferência também investigou, como a programação de computadores pode inadvertidamente encorajar erros humanos .	Conference proceedings published by The British Computer Society: WONG, B. L. W.; STANTON, N. A. Naturalistic decision making and computers: proceedings of the 9th Bi-annual International Conference on Naturalistic Decision Making. London: British Computer Society, 2009. ISBN: 978-1-906124-15-1.
Orlando, FL (2011)	TDN10. Essa conferência inseriu na perspectiva da TDN a tomada de decisão intuitiva, descrevendo sessões sobre conhecimento tácito e experiência intuitiva que caracteriza especialistas no campo. Destaca-se entre os oradores principais do evento, Daniel Kahneman, prêmio Nobel de economia em 2002.	Os estudos apresentados nessa conferência foram distribuídos aos participantes do evento e ainda não foram divulgados publicamente.
Marselha, França (2013)	TDN11. Nesse encontro foi enfatizado os tópicos de pesquisa atuais e emergentes dentro da comunidade TDN, que foram: sense-making e <i>metacognition</i> , decisões coletivas, o papel da emoção na tomada de decisão de especialistas e adaptação à tecnologias inovadoras.	CHAUDET, H.; PELLEGRIN, L.; BONNARDEL, N. Special issue on the 11th conference on naturalistic decision making. Cognition, Technology & Work , v. 17, p.315-318, 2015.
Washington, DC (2015)	TDN12. Essa conferência explorou estudos para a aplicação da TDN em áreas como espaço cibernético, serviços de inteligência, cuidados com a saúde, aviação e esportes.	Os estudos apresentados nessa conferência foram distribuídos aos participantes do evento e ainda não foram divulgados publicamente.

Fonte: O autor (2017).

As conferências iniciais tiveram como foco central a definição dos limites da pesquisa de TDN, através do delineamento das características essenciais necessárias ao contexto no qual a TDN ocorre, visto que essas características são frequentemente ignoradas pela pesquisa tradicional em tomada de decisão (KLEIN, 1993). Por outro lado, essa limitação não aprofunda a importância do estudo de especialistas e o papel da análise da situação como alternativa aos cursos de ação (KLEIN, 1998), os quais são aprofundados em conferências posteriores.

Essa ênfase na experiência dos especialistas e na característica do contexto, sob a ótica cronológica, refletiram nas definições do termo TDN, inicialmente entendido como “[...] o estudo da maneira que as pessoas usam suas experiências para tomarem decisões em contextos reais” (KLEIN, 1998) para definições que enfatizam a característica dinâmica do ambiente da TDN como “[...] o esforço em compreender e aperfeiçoar a tomada de decisão

em situações de campo, particularmente ajudando pessoas a mais rapidamente desenvolver experiência a aplicá-la aos desafios que enfrentam” (SALAS; KLEIN, 2001, p.25).

Essas definições de TDN, por sua vez, não devem ser refletidas para todas as decisões em contextos reais, mas sim localizadas especificamente em um grupo de atividades de tomada de decisão que são caracterizadas pela existência do uso da experiência e algumas restrições tais como limitação de tempo, risco e incerteza (ZSAMBOK, 1997).

O desenvolvimento de pesquisas e a aplicação de estudos, ao longo das conferências, evidenciaram que tomadores de decisão em contextos reais dependem da intuição e essas decisões intuitivas podem ser aperfeiçoadas. A comunidade da TDN define que intuição tem como base um grande número de padrões desenvolvidos através da experiência, resultando em diferentes formas de conhecimento tácito (KLEIN, 2015c).

Com isso, portanto, a perspectiva da TDN delimita sua pesquisa em quatro marcos definidos que são: (i) a identificação e caracterização de fatores críticos do *contexto* e das tarefas, (ii) o estudo dos participantes (tomadores de decisão *experientes*, não iniciantes), (iii) o propósito da decisão (descobrir como pessoas experientes, de fato, *tomam decisões* em ambientes complexos e não como deveriam fazer no padrão racional) e (iv) o *locus* de interesse no evento da decisão, não apenas no processo de seleção de alternativas, mas também a *análise da situação*) (ZSAMBOK; KLEIN, 1997).

Com base na essência desses quatro marcos a definição do estudo, na abordagem da Tomada de Decisão Naturalística, evoluiu para

[...] como profissionais experientes, trabalhando como indivíduos ou grupos, em um dinâmico, incerto e frequentemente acelerado contexto, identifica e acessa sua situação, toma decisões e define cursos de ação cujas consequências são significativas para esses decisores e para as organizações que eles estão inseridos. (ZSAMBOK; KLEIN, 1997, p.34).

Apesar de progressiva e complementar, essa visão diferenciada sobre a tomada de decisão em contextos reais posicionou a TDN em oposição a tomada de decisão clássica, gerando debates entre pesquisadores da teoria da decisão (YATES, 2001). Com isso, a seção seguinte busca traçar um paralelo da aplicação da TDN e dos métodos clássicos de tomada de decisão. Essa análise torna-se essencial para o estudo de tomada de decisão dos gestores de Fundos de Investimento, pois a decisão nesses contextos é considerada por profissionais puramente racional, seguindo, dessa forma, exclusivamente os métodos clássicos.

2.2.2 Características da Decisão Naturalística

A Tomada de Decisão Clássica torna-se inadequada para as decisões em contextos reais e a essência desse argumento pode ser resumido nas seguintes características: situações artificiais, racionalização, pressuposto prescritivo, multiplicidade de opções, intuição e controle em decisões comportamentais.

As situações artificiais aplicadas na estrutura da TDC são simplistas e utilizam-se de decisões altamente estruturadas para a tomada de decisão e possuem informações completas, as quais apresentam pouca relevância para decisões no contexto real (DUGGAN; HARRIS, 2001).

A racionalização na TDC é um sistema internamente consistente e lógico que reflete suas origens em uma tentativa de racionalizar as decisões observadas (SIMON, 1956). Entretanto, a limitação de tempo e recursos durante a tomada de decisão torna difícil racionalizar na prática.

O pressuposto normativo de que o tomador de decisão atua como deveria, faz com que a TDC não seja apenas normativa e prescritiva, seja também descritiva do comportamento da decisão humana. Porém, o comportamento da decisão não é compatível com a precisão matemática e lógica da estruturação do problema da TDC.

As decisões de campo envolvem somente uma única opção e não múltiplas opções com a TDC sugere, ao passo que a decisão é qual escolher ao invés de escolher uma única alternativa de alternativas concorrentes (MINTZBERG, 1975).

Tomadores de decisão raramente seguem as prescrições da TDC que discorda com suas intuições subjetivas (GORE, 1995). Ainda assim, esse modo subjetivo é utilizado em previsões matemáticas com base em dados passados visando projetar tendências futuras, presumindo que o mundo seja estático. Decisões estratégicas são feitas com o propósito de atuar sobre a realidade, garantindo que o futuro não se pareça com o passado.

A análise de uma decisão em termos de utilidade subjetiva esperada é um argumento por analogia, uma analogia entre o que o tomador de decisão deve fazer para decidir e o que um jogador deve fazer para apostar em um jogo ao acaso. No entanto, o jogador exerce pouco controle ao longo dos eventos, ao contrário do controle que é parte das decisões humanas. Assim, analogias entre decisões e jogos de azar não são convincentes (SALAS; KLEIN, 2001).

2.2.3 Contexto de Decisão Naturalística

Decisões em contextos reais observadas, sob a ótica naturalística, apresentam aspectos específicos que são caracterizados, principalmente, pelo esforço dedicado à *análise da situação* na busca em descobrir a natureza do problema, onde opções simples são avaliadas sequencialmente através da simulação mental dos resultados e opções são aceitas se forem satisfatórias (ao invés de ótimas) para a resolução do problema (LIPSHITZ; KLEIN; CARROL, 2006).

A principal diferença dessa abordagem em relação a abordagem clássica da decisão é que em cenários cotidianos as decisões são incorporadas dentro de atividades mais amplas que os tomadores de decisão podem realizar. O estudo da tomada de decisão em laboratório tende a exigir decisões independentemente do contexto específico. Em situações reais, tomar a decisão não é um fim em si mesmo. Normalmente é um meio para a realização de objetivo maior (KAHNEMANN; KLEIN, 2009). Decisões com esses elementos são incorporadas em ciclos de tarefas que consistem em definir qual é o problema de decisão, entender a solução razoável, tomar medidas para atingir o objetivo e, por fim, avaliar os efeitos dessa ação (SIMON, 1956).

Em resumo, nesses contextos, o fundamento para o desempenho da decisão está na compreensão conjunta de dois fatores, a *configuração* da tarefa analisada e o conhecimento e a *experiência* relevantes para a execução dessa tarefa.

2.2.3.1 Características do Contexto Naturalístico

Nesse sentido, oito fatores críticos caracterizam a configuração de contextos naturalísticos, que são: (a) problemas mal estruturados, (b) ambientes dinâmicos incertos, (c) objetivos conflitantes, (d) ação/círculos de retroalimentação, (e) limitação de tempo, (f) altos riscos, (g) múltiplos participantes e (h) objetivos e normas organizacionais (ORASANU; CONNOLLY, 1993). Abaixo apresenta-se a especificação de cada um deles.

Os problemas de decisão em ambientes reais raramente se apresentam de forma inteiramente completa e de maneira ordenada como descreve a tomada de decisão clássica (TDC). Ao contrário, os tomadores de decisão precisam investir esforço em gerar hipóteses sobre a situação, desenvolver opções como respostas apropriadas e reconhecer que a situação posta é admissível de escolha.

Dado que a Tomada de Decisão Naturalística (TDN) tipicamente acontece em um mundo de informações incompletas e imperfeitas, de acordo com o pressuposto acima, informações também tendem a ser ambíguas ou de qualidade pobre. Além disso, a ambiguidade e a qualidade das informações estão conectadas com a natureza dinâmica do ambiente onde as tarefas estão inseridas.

Em cenários complexos, é atípico serem caracterizados por objetivos específicos, claros e definidos. Ao contrário, os tomadores de decisão devem ser motivados por múltiplos objetivos, os quais possam entrar em conflito direto.

Uma diferença essencial entre os modelos de decisão clássica e os naturalísticos é o *evento de decisão*. A TDC preocupa-se com decisões caracterizadas pela seleção de uma única ação em um determinado ponto no tempo. Em oposição, a TDN propõem que decisões em contextos reais são dispostas como uma série de eventos temporariamente separados, onde é necessário a utilização de círculos de retroalimentação e consequentes ações para corrigir erros iniciais ou que venham a se desenvolver permitindo, assim, ações corretivas.

A tomada de decisão naturalística ocorre sobre pressão de tempo. Trazendo com isso duas implicações: (i) tomadores de decisão terão que lidar com altos níveis de tensão e (ii) se utilizarão de estratégias menos complexas para estruturar o curso de ação, visto que estratégias complexas exigem comparações amplas através de opções múltiplas que não são cognitivamente factíveis.

A TDN enfatiza que para cada decisão, os riscos são importantes para os tomadores de decisão envolvidos. Esse pressuposto remete à sugestão que os tomadores de decisão no laboratório (ambientes controlados) não estão envolvidos na tarefa no mesmo nível daqueles que estão no campo.

Fundamental para esse pressuposto é a proposição que as características de contextos reais frequentemente necessitam da participação ativa de vários tomadores de decisão. Portanto, a decisão deve ser distribuída através de muitos participantes com o objetivo de tentar coordenar suas atividades, o que significa que o foco não está em um único tomador de decisão como a TDC sugere.

O predomínio da TDN em configurações organizacionais é vista como relevante em duas situações: (a) é muito simplista sugerir que valores e objetivos são somente uma reflexão de preferências pessoais e (b) a organização deve estabelecer objetivos gerais, regras e procedimentos operacionais padrão para responder às dificuldades enfrentadas pelos tomadores de decisão. Esses fatores são particularmente desafiadores para serem integrados em ambientes de laboratório.

As oito configurações do contexto naturalístico, discutidas acima, permitem um olhar complementar sobre a definição e a importância que o ambiente representa no estudo da TDN. Entretanto, não é provável que todos esses fatores estejam presentes, em seu nível máximo, na estruturação da decisão.

2.3 MODELO DE TOMADA DE DECISÃO NATURALÍSTICA

A perspectiva de tomada de decisão naturalística tem como um de seus objetivos explorar as dimensões nas quais indivíduos desenvolvem suas decisões no “mundo real”, sob condições difíceis (SCHRAAGEN; KLEIN; HOFFMANN, 2008). Para tanto, uma série de modelos tem sido desenvolvidos para descrever a tomada de decisão em contextos naturalísticos, tais como, a teoria da imagem (BEACH; LIPSHITZ, 1993), o modelo de análise da situação (NOBLE, 1989), teoria da decisão baseada na explicação (PENNINGTON; HASTIE, 1993), modelo de busca da dominância (MONTGOMERY, 1983, 1989) entre outros (LIPSHITZ et al., 2001). Mas foi o modelo *Recognition-Primed Decision-Making* (RPD), elaborado por Gary Klein e seus colaboradores, em 1985, que tornou-se o mais difundido na abordagem naturalística constituindo, inclusive, a base teórica para modelos posteriores (LIPSHITZ et al., 2001). Por esses motivos, o modelo RPD será adotado para a realização deste estudo e o conceito de simulação mental inerente a esse modelo será também considerado nessa pesquisa.

2.3.1 Origens do Modelo RPD (*Recognition-Primed Decision Making*)²

As origens do modelo RPD são estabelecidas no desempenho de controle e comando (KLEIN, 1993) e foram formuladas para explicar como comandantes de incêndio experientes poderiam usar sua *expertise* para identificar e executar o curso de ação sem ter que gerar análises de opções com o propósito comparativo.

Essencialmente, o primeiro trabalho teve como foco a observação e obtenção de protocolos de comandantes de incêndio em áreas urbanas sobre eventos emergenciais que eram atendidos por eles (KLEIN; CALDERWOOD; CLINTON-CIROCCO, 1986). Os

² No livro “Fontes de Poder” (KLEIN, 1998) – tradução da versão original *Sources of Power* (1998) – o modelo foi traduzido para o idioma português como TDPOI ou “Tomada de Decisão Pela Primeira Opção Identificada”. Para essa pesquisa optou-se por utilizar a nomenclatura original no idioma inglês.

protocolos sugerem que o arquétipo das decisões eram: (i) se o evento era para instruir busca e salvamento, (ii) se era para começar um ataque ofensivo ou realizar precauções defensivas ou, ainda, (iii) onde alocar recursos. Os protocolos dos comandantes de incêndio não aparentavam ser congruentes com as regras de decisão descritas pela teoria clássica da decisão. De fato, as observações e protocolos revelaram que os comandantes de incêndio não tomavam escolhas explícitas ou contemplavam alternativas em um caráter exaustivo, nem acessavam a probabilidade de sucesso em ações específicas. Ao invés disso, era sugerido que comandantes de incêndio usassem sua experiência como meios para suas ações. Esses protocolos expõem o processo de geração, monitoramento e modificação de planos na tentativa de resolver as demandas de situações específicas.

Dessa forma, o que tornou-se, fundamentalmente, importante desse estudo para a perspectiva naturalística foi que não havia evidência de extensiva geração de opções. Ou ainda, reforçou a importância de situar a tomada de decisão dentro do contexto naturalístico. Como no caso dos comandantes de incêndio, a busca pela escolha ótima (como proposta pela escola clássica) prejudicaria os tomadores de decisão, dando origem a uma perda de controle operacional (KLEIN; CALDERWOOD; CLINTON-CIROCCO, 1986).

A base lógica de que os comandantes de incêndio não comparavam opções pode ser verificada a partir de três elementos principais: (i) é altamente improvável que especialistas tenham capacidade cognitiva para aplicar estratégias analíticas complexas, em tempo viável, em situações críticas, (ii) os protocolos dos comandantes de incêndio claramente afirmam que eles não comparam opções e (iii) o surgimento de estratégias alternativas orientadas pela experiência através dos protocolos, foi considerada intuitivamente a mais provável explicação de tomada de decisão (KLEIN; CALDERWOOD; CLINTON-CIROCCO, 1986).

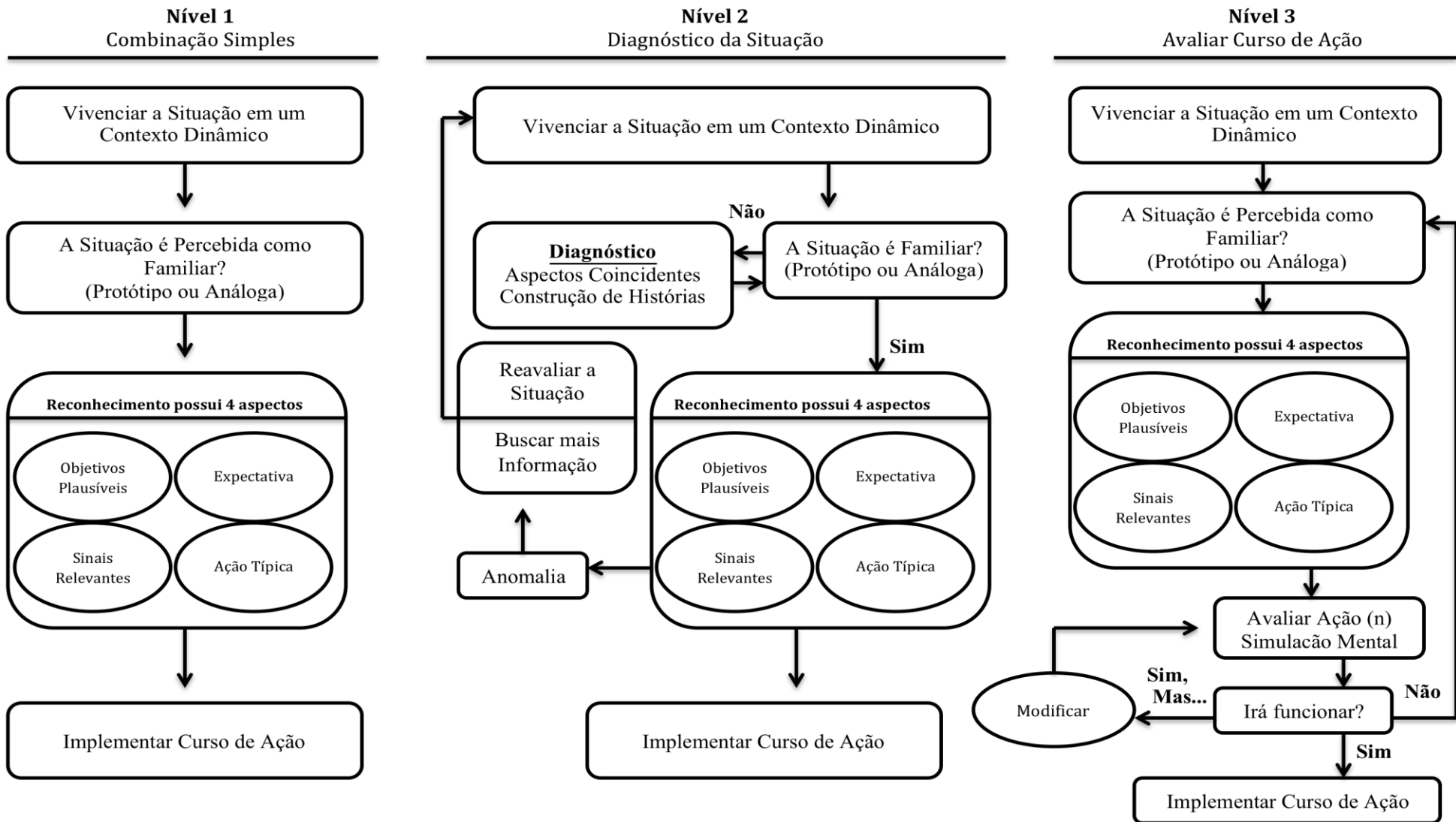
Essa estratégia alternativa sugeriu que claros pontos de decisão foram encontrados durante situações críticas. Além disso, os comandantes de incêndio sugeriram que eles poderiam descrever alternativas de cursos de ação que eram possíveis, mas que eles não, explicitamente, considerariam suas vantagens e desvantagens. Ao invés disso, eles confiariam em sua experiência passada para classificar a situação, a qual, então, estabeleceriam o apropriado curso de ação a ser implementado. Por último, os comandantes de incêndio avaliariam a suscetibilidade das opções imaginando qual seria implementada. Se o potencial de falha fosse alto então a opção seria modificada ou rejeitada e uma alternativa nova seria gerada com base em sua experiência passada.

Em relação a Gestão de Fundos de Investimento, ao contrário do trabalho dos comandantes de incêndio, pois a situação empírica é diferente, o modelo RPD desenvolvido

apresenta elementos que são genericamente aceitos para estudar várias situações onde julgamento, intuição e *expertise* são relevantes no processo de tomada decisão. Essa é uma abordagem que tipicamente não é utilizada na área da gestão de Fundos, a qual comumente baseia-se em teorias de rede Bayesiana.

2.3.2 Descrição do Modelo RPD

A estratégica básica apresentada anteriormente foi formalizada em um modelo RPD com uma descrição de como a experiência define a tomada de decisão (KLEIN, 1993). Com base na análise dos protocolos dos comandantes de incêndio, reconheceu-se que a identificação da estratégia ser o mais apropriado. Existem três versões do modelo de RPD que representa o aumento da complexidade da tomada de decisão: (i) situações de rotina – a mais simples forma de execução do RPD, (ii) decisões relacionadas ao desenvolvimento de cursos de ação e, finalmente, (iii) uma complexa estratégia de RPD que trata da possibilidade de situação de reconhecimento não-imediatas (ver Figura 1). (ZSAMBOK, 1997).



Fonte: Adaptado e traduzido de Klein (1989).

2.3.2.1 Situações de rotina (Nível 1)

Em situações rotineiras especialistas imediatamente reconhecem um cenário como típico. Basicamente tem quatro componentes associados: (1) elevando a relevância das pistas que são importante dentro daquela situação, (2) formando expectativas que podem servir como verificação da acurácia a análise da situação, (3) entendendo objetivos plausíveis que podem ser atingidos na situação e (4) identificando plausíveis cursos de ação para implementar. Uma vez que a situação é reconhecida como familiar, um único curso de ação é óbvio e simplesmente implementado.

2.3.2.2 Desenvolvimento de curso de ação (Nível 2)

Em um evento que um único curso de ação não é óbvio, o especialista conduzirá uma simulação mental da ação e a subsequente análise de seu potencial. Se o tempo permitir, aqui a imaginação poderá ser usada para desvendar problemas potenciais prévios à implementação. Se o problema existir, a ação será modificada e, então, implementada.

2.3.2.3 Estratégia Complexa RPD (Nível 3)

Em um evento em que a situação não é imediatamente reconhecida, então o especialista ativamente procura informações para encontrar pistas e características que devam revelar a natureza do cenário. Em outros casos o tipo da situação pode inicialmente ser reconhecido, mas incorretamente. Como eventos se deterioram, expectativas de eventos futuros são violadas e o especialista busca esclarecimento da situação através de um processo de diagnóstico. Em relação ao uso da imaginação mental no desenvolvimento do curso de ação, um número de possibilidades existe: (i) se não existir problema, então o curso de ação é simplesmente executado, (ii) se o problema surgir então o curso de ação é previamente modificado para execução e (iii) se o curso de ação não puder ser modificado, então será rejeitado e outra opção considerada. No evento de inadequação de tempo, o modelo de RPD sugere que especialistas implementem o curso de ação que a experiência identificou com o mais provável de ser bem sucedido (intuição).

Para o estudo de tomada de decisão dos gestores de Fundo de Investimentos, o nível do modelo RPD que apresenta elementos mais aderentes ao esforço cognitivo dos gestores é o modelo de Nível 3 apresentado na Figura 1.1. Isso ocorre pois a primeira

estrutura do modelo RPD (Nível 1) não considera o diagnóstico da situação, sendo que a definição da estratégia de composição dos ativos do Fundo de Investimento é uma atividade crítica que demanda diagnóstico intenso. Da mesma forma, por sua vez, o modelo Nível 2, não considera a etapa de avaliação que também representa uma atividade intensa do Gestor de Fundo de Investimentos.

2.3.3 Predomínio do modelo RPD

O conhecimento empírico-base do modelo RPD é reconhecido além das citações e introspecções especulativas derivadas de protocolos de entrevistas. A principal evidência da relevância do modelo RPD tem sido demonstrada através de estudos quantificando o predomínio dessa estratégia em oposição as deliberações concorrentes de análise de opções em contextos dinâmicos (KLEIN, 1993).

Outros estudos têm retratado evidência para o conceito de RPD. Por exemplo, a pesquisa com técnicos em eletrônica (RANDEL, 1994), a qual sugere que 93% das decisões envolve deliberações seriais, não comparativas, de acordo com o modelo RPD. O predomínio do RPD também tem sido suportado por estudos de pilotos (MOSIER, 1991), em operações navais em incidentes antiaéreos envolvendo navios e pesquisas sobre oficiais experientes da marinha (DRISKELL; SALAS; HALL, 1994).

2.3.4 O valor do modelo RPD

Prévio ao desenvolvimento do modelo de RPD, foi discutido que em determinadas tarefas os tomadores de decisão não usariam a estratégia racional de escolha, mas nenhum estudo posterior contextualizou sobre qual alternativa poderia ser (KLEIN, 1997). O modelo RPD tem proporcionado uma alternativa consistente à escolha racional, descrevendo como especialistas podem tomar decisões sem uma análise exaustiva de fortalezas e fraquezas de alternativas de curso de ação.

As pesquisas mencionadas, elas demonstram que o suporte empírico para o modelo RPD vem crescendo como uma perspectiva de como indivíduos experientes tomam decisões. A fortaleza do modelo RPD é que ele não descreve como decisões *devem* ser feitas, mas como elas *são*, de fato, feitas, (LIPSHITZ, 1993) e nesse sentido há uma acuracidade descritiva ainda maior para o contexto real da tomada de decisão (KLEIN, 1993).

2.3.5 Características Principais do Modelo

Observa-se a identificação de seis características principais nas quais o modelo de RPD pode agregar valor: a experiência da situação, geração de opções, avaliação serial, melhora a habilidade da decisão, geração de combinações e o uso de heurísticas no curso da ação.

O modelo ressalta a importância do conhecimento específico ou experiência da situação apresentada, com foco nos fatores críticos e na identificação de pistas causais que reduzem a sobrecarga de informações e o senso de confusão que, normalmente, paralisa os tomadores de decisão iniciante.

Da mesma forma, identifica opções razoavelmente boas como a primeira opção considerada, em oposição à análise de geração de alternativas como um processo randômico e assim confia na alternativa satisfatória em oposição a alternativa ótima (SIMON, 1955).

Faz uma avaliação serial das opções sobre o *momento da escolha*, ultrapassando requerimentos de deliberação concorrentes entre opções.

O modelo capacita tomadores de decisão a continuamente se prepararem para o início da ação através do comprometimentos com a opção a ser avaliada. Estratégias formais, em oposição, necessitam que o tomador de decisão espere até a análise estar completa antes de estabelecer a opção mais apropriada.

Contribui para descrever como especialistas usam a combinação de características e o processo de construção de histórias como processo de reconhecimento de situações atípicas.

Por fim, o modelo demonstra o uso da heurística por especialistas em simulações para explicar eventos e avaliação de cursos de ação.

2.3.6 Limitações do Modelo RPD

Existem, por outro lado, duas importantes limitações centrais ao modelo: (a) a existência de situações onde essas decisões ocorre, não valida necessariamente a proposição teórica que compreende o modelo e (b) o predomínio dessas decisões automáticas não negam a existência de estratégias de decisões analíticas.

A primeira limitação diz respeito à falta de validação do modelo RPD além da especulação introspectiva. Embora os dados discutidos forneçam suporte para o modelo, esses resultados não são um teste crítico do modelo (KLEIN, 1997). O modelo RPD também deixa de especificar exatamente como padrão de combinação ou julgamento das tipicidades ocorrem durante a análise da situação além da construção de histórias e a combinação de características. Especificamente, o modelo RPD não considera a geração de novos cursos de ação, falta a habilidade de distinguir entre a boa e a pobre decisão ou identificar erros e negligenciar o atendimento ao processo cognitivo como a metacognição.

O segundo ponto refere-se às implicações da comunidade de TDN em relação a TDC. O consenso dentro da literatura sugere que fatores cruciais na determinação de reconhecimento versus estratégias analíticas denotam um problema de apresentação, o uso de estratégias de reconhecimento quando decisões têm um componente percentual significativo e não é considerado como alternativa de escolha. Contudo, mesmo no evento de adoção de uma estratégia complexa, o modelo RPD também evita especificar o que acontece quando tomadores de decisão fazem comparações entre cursos de ação (ORASANU; CONNOLY, 1993).

2.4 METODOLOGIAS PARA O ESTUDO DA TOMADA DE DECISÃO NATURALÍSTICA

A escolha metodológica na tomada de decisão naturalística é orientada pelo pré-requisito do método que ao mesmo tempo em que fornece informações sobre conhecimentos específicos de domínio, perceptivo e processos cognitivos, também ilumina situações, tarefas e estratégias de gestão da informação (LIPSHITZ et al., 2001). Essa exigência com várias dimensões, decorre da conceituação da TDN como uma interação entre tarefas, competências e ambientes complexos em que a cognição está situada.

Uma série de métodos é aplicada pela comunidade da TDN (ver Quadro 2). Essa revisão usa a taxonomia fornecida pela MITRE Corporation (www.mentalmodels.mitre.org) que combina métodos de acordo com o mecanismo de estimulação do conhecimento. É importante notar que uma variedade de classificações existe que são igualmente úteis para organizar os métodos disponíveis para o pesquisador de TDN. Como pode ser visto no resumo desenvolvido na Figura 1.2, trabalhos dentro do

campo de estudo têm sido orientados por uma abordagem descritiva significativa, justificada pela comunidade da TDN como sendo necessária para explorar o fenômeno em contextos naturais sem as restrições do formalismo de hipóteses (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006).

Quadro 2 – Categorização de Metodologias para o estudo da Tomada de Decisão Naturalística (TDN)

<i>Métodos de Análise Cognitiva da Tarefa (CTA)</i>	<i>Elicitação do Conhecimento: Entrevistas e Observações</i>	<i>Elicitação do Conhecimento: Métodos de Rastreamento do Processo</i>	<i>Elicitação do Conhecimento: Métodos Conceituais</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Análise Cognitiva Aplicada • Método Crítico de Decisão • Modelo Função Cognitiva • Análise da Tarefa Cognitiva Orientada. • Decompor, rede de trabalho e método de acesso • Análise da Tarefa direcionada ao objetivo • Análise Hierárquica de Tarefas • Subsistemas de cognição interativa • Análise do Conhecimento e sistema de documentação • Estruturas de Conhecimento de Tarefas • Precursor, ação, resultado, interpretação 	<ul style="list-style-type: none"> • Observações de campo • Métodos Etnográficos • Entrevista em Grupos • Questionários • Listagem passo-a-passo • Entrevistas Estruturadas • Método Ensinar-Volta • Vinte questões • Entrevistas Desestruturadas 	<ul style="list-style-type: none"> • Amostragem de Atividade • Técnica Experimental Cloze • Técnica de Crítica Incidental • Resolução de problemas “Pensando Alto” • Técnica do Cenário Mínimo • Crítica • Bola de Cristal • Discurso, Conversa, Análise de Interação • Análise de Interrupção • Simulação • Técnica Mágico de Oz 	<ul style="list-style-type: none"> • Análise Combinatória • Construção Conceitual Gráfica • Análise da Decisão • Diagramação • Ordenação Hierárquica • Construção do Diagrama de Influência • Escala Likert • Ordenação P e Q • Grade de Repertório • Técnicas de Análise Estrutural

Fonte: Adaptado e traduzido de Crandall, Klein e Hoffmann (2006).

Cada categoria de metodologia para o estudo da tomada de decisão naturalística será analisada a seguir:

2.4.1 Métodos de Análise Cognitiva da Tarefa (CTA)

Como pode ser visto na Figura 1.2 uma variedade de métodos tem sido desenvolvidos para capturar o processamento do conhecimento usado por especialistas no desempenho de suas atividades (GORDON; GILL, 1997). Existem cinco objetivos para a análise cognitiva da tarefa:

- (i) Capturar o que especialistas estão pensando durante a atividade;
- (ii) Compreender os elementos que os especialistas atentam;
- (iii) Entender as estratégias que os especialistas utilizam durante a detecção do problema e tomada de decisão;
- (iv) Estabelecer o que os especialistas tentam alcançar;
- (v) Documentar o entendimento de como especialistas processam as atividades.

Uma maneira de atingir esses objetivos é através do uso da análise cognitiva da tarefa (CTA), um método fundamentado na literatura sobre as diferenças entre iniciantes e especialistas. Essas técnicas foram desenvolvidas dentro da comunidade TDN com a visão de tornar esses métodos mais apropriados aos profissionais em situações de campo. As técnicas de CTA utilizam uma série de estímulos mentais, análises e técnicas de representação conhecidas como: *estágio 1*: entrevista com diagrama da tarefa, *estágio 2*: conhecimento auditado e *estágio 3*: simulação de cenário. As informações são fundidas através de todos esses estágios e compiladas dentro da tabela das “demandas cognitivas”. Um dos benefícios dessa abordagem é sua consistente estrutura e abordagem sistemática para a representação do estímulo da *expertise*.

Apesar do valor atribuído às técnicas CTA, sua aplicação tem sido limitada em ambientes naturalísticos, principalmente, pelo seu recente desenvolvimento. Em um estudo onde foi aplicado a técnica CTA como uma ferramenta para explorar o processo de recrutamento e seleção feito por gerentes de Recursos Humanos (GORE; RILEY, 2005), os autores admitem que, apesar da técnica ter substancialidade e validade, a avaliação subjetiva reportada é limitada, necessitando mais rigor de avaliação na técnica de CTA. Portanto, uma

das dificuldade desse método é que não são estabelecidas métricas para avaliar a confiabilidade e validade desse método (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006).

Muito da validação das técnicas de CTA encontram-se em esforços aplicados em entrevistas. O problema é que o sucesso dessas entrevistas são raramente documentados a não ser através de atividades promissoras no futuro. Uma demonstração desse problema pode ser visto em um estudo de erro humano em pilotos da aviação civil no Reino Unido (GORE, 2004).

Um último ponto de discussão relativo às técnicas de CTA refere-se à credibilidade colocada sobre a manutenção da harmonia da neutralidade do pesquisador. Nesse sentido torna-se mais importante que manter a harmonia e acompanhar com curiosidade a pesquisa do que maximizar objetividade (KLEIN; MILITELLO, 2004).

2.4.2 Elicitação do Conhecimento: Entrevistas e Observações

Observações de campo oferecem oportunidades únicas, proporcionando percepções não permitidas por nenhum outro método. Embora, muitas vezes, pode ser difícil assegurar o acesso organizacional para pesquisa, esse método fornece uma oportunidade de explorar o que as exigências reais do trabalho são, que tipos de estratégias são desenvolvidas por profissionais especializados, como o fluxo de trabalho flui no ambiente empresarial, a natureza da equipe de trabalho e as dificuldades inerentes ao processo de comunicação e coordenação das atividades no contexto organizacional. Essa técnica pode ser útil na compreensão de padrões de trabalho no nível social (compartilhamento de informações) e no nível individual (atividades cognitivas) (ROTH, 2002).

A vantagem de métodos observacionais é que eles podem ser bastante efetivos se o pesquisador for treinado no fenômeno que for o foco do estudo de pesquisa. Além disso, esses métodos necessitam de pouca estrutura de coleta de dados, procedimentos são, frequentemente, aplicados em formatos pré-determinados em atividades amostrais. Uma das abordagens utilizadas é a observação e entrevistas sobre os padrões de trabalho resultantes de uma “tabela de ação requerida” (ART). Uma ART é uma identificação e codificação de importantes atividades que envolvem o desempenho de uma tarefa específica. A abordagem ART especifica as seguintes dimensões (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006):

- (i) A sequência de ação que envolve a tarefa;
- (ii) Equipamentos, ferramentas e formas usadas para conduzir a tarefa;

- (iii) Especificação de informações necessárias para conduzir a tarefa.

Para cada atividade/objetivos/tarefa o participante é questionado a descrever a sequência da ação, suporte e ferramentas e informações necessárias. O registro da observação foca em questões de utilidade e facilidade de uso. A tabela resultante é portanto capaz de capturar o fluxo dinâmico da atividade e percebe caminhos nos quais o suporte faz a tarefa desnecessariamente difícil ou necessita a criação de soluções alternativas.

Existem, entretanto, limitações associadas com essa abordagem metodológica. Primeiro, sem uma verificação observacional ou outros formatos pré-determinados, o pesquisador deve ter que estabelecer códigos para as categorias seguido por um período de observação. Isso pode levar a uma análise desigual de dados, assim, como durante o período de observação o pesquisador pode não ter tido consciência sobre determinado aspecto importante para a observação.

A desvantagem central associada com esse método observacional é a sua viabilidade. Os tipos de contextos que envolvem o estudo da TDN fazem com que, provavelmente, as observações apresentem um risco inaceitável para os observadores, que impede a essência do pessoal em seu ambiente. A observação de um comportamento autêntico somente é desejada se o pesquisador for aceito dentro da cultura organizacional e ser isento de interferência, o que pode levar certo tempo. Pode ser importante também, que as análises sejam conduzidas no ambiente onde acontecem, desde que as características do contexto sirvam com pistas contextuais para o participante e o pesquisador. (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006).

Há, da mesma forma, o risco com esse método de que os eventos observados não sejam típicos. Portanto é necessário que o pesquisador tenha que adquirir uma quantidade substancial de conhecimento do assunto antes que as observações de campo sejam feitas. Nesse sentido, uma combinação com outros métodos com o propósito de descobrir como se desenvolve a visão dos participantes sobre determinado evento, a estruturação e a aplicação da entrevista, o questionamento em cenários pouco claros, tornam mais efetivas para a compreensão da *expertise* em situações de campo (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006).

2.4.3 Elicitação do Conhecimento: Métodos de Rastreamento do Processo

O método de rastreamento do processo ou técnicas de “pensar alto” tem sua origem na psicologia clássica de resolução de problemas (DUNCKER, 1945). Essencialmente, o

especialista é instruído para “pensar alto” durante as atividades de tomada de decisão, na qual o protocolo é gerado e analisado. Participantes são encorajados a verbalizar seus pensamentos como eles funcionam na resolução de problemas. Técnicas de rastreamento do processo devem também ser complementadas com questões de provas, em um procedimento de retrospectiva. Essa combinação de pensamento alto com procedimento de análise de informações protocolares tem sido usado com sucesso em estudos de resolução de problemas (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006).

Como características desse estímulo, existem três formas de materiais que podem ser utilizados para a técnica de rastreamento do processo. A primeira aplicada em problemas hipotéticos, são chamadas de casos de testes. Eles podem ser gerados de informações de arquivo ou outros especialistas e são empregados no principal que os especialistas geralmente pensam em linha com suas memórias de experiências passadas. O segundo emprega, casos atípicos. Esse fundamento na compreensão de que casos atípicos podem ser mais reveladores que observar especialistas atuando em situações comuns ou rotineiras. Da mesma forma, indica que especialistas irão experimentar problemas acessando o conhecimento tácito que constitui seu desempenho onde habilidades tornam-se “automáticas”. A abordagem final pede ao especialista que recorde casos difíceis e interessantes em sua própria experiência passada (KLEIN; MILITELLO, 2004).

Críticas associadas a esse método consistem na questão que e a atividade de “pensar alto” interfere no raciocínio ou no desempenho. A introspecção ou a tentativa de preencher explicitamente o controle de consciência sobre o desempenho tem sido mostrado como redutor da capacidade de atuação. Contudo, pesquisas psicológicas sugerem que o processo de verbalização não causa interferência e, portanto, não afeta significativamente o curso normal do processo cognitivo (DUNCKER, 1945).

2.4.4 Elicitação do Conhecimento: Mapas Conceituais

O último método de discussão é o mapa conceitual. Mapas conceituais são a representação de um assunto ou problema em termos de sua relação entre seus elementos conceituais. O especialista trabalha em conjunto para construir uma representação gráfica do estudo. Essas são rotas para o entendimento que o aprendizado consistente assume através da assimilação de novos conceitos e proposições dentro de temas existentes e estruturas de pensamento.

Existem três processos principais onde os mapas conceituais ocorrem (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006):

- (i) *Premissa*: entendimento como algo novo se relaciona com algo já conhecido;
- (ii) *Diferenciação*: compreensão de como algo novo é distinto de algo já conhecido;
- (iii) *Reconciliação*: entendimento de como algo que aparece inicialmente contradiz algo já conhecido tem elementos comuns.

Mapas conceituais tem sido usados em um grande número de estudos sobre *expertise*. Esse método tem sido demonstrado para apoiar a construção de consenso entre especialistas e tem demonstrado diferenças entre especialistas e iniciantes em um mapa detalhado e organizado. Dentro da TDN isso é visto como uma ferramenta útil para a construção de uma representação de um campo de conhecimento.

Contudo, existem limitações associadas com o conceito de mapas conceituais. Primeiro, apesar de útil na documentação do conteúdo do campo de estudo, a utilidade de mapas conceituais em relação ao entendimento da tomada de decisão é mais incerto. Realmente, mapas conceituais podem informar, de forma ampla, o entendimento da tomada de decisão. Contudo, precisamente como os elementos são estimulados e representados dentro desses mapas informam conceitos teóricos e modelos em TDN estão abertos a interpretações subjetivas. Segundo, o processo de estimulação e representação tem sido denominados com um processo construtivo e colaborativo e, no qual, cuidado deve ser tomado para expressar o campo do conhecimento em termos preferidos pelo especialista. Precisamente, quanto o pesquisador deve moldar o estímulo e a representação do mapa é que deve-se avaliar (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006).

2.5 CONSIDERAÇÕES PARA A PESQUISA

O estudo tradicional da decisão, tenta identificar o método de escolha racional (desenvolver um grupo de opções, identificar critérios de avaliação, avaliar cada opção sob cada critério, calcular os resultados e selecionar aqueles com melhor pontuação) que poderia ajudar os indivíduos a fazerem escolhas mais acertadas. Essas etapas são uma estratégia genérica com intenção de prescrever melhores métodos que os indivíduos normalmente

utilizam. As abordagens clássicas da tomada de decisão estão centradas nas aplicações e são genéricas pois tentam aperfeiçoar o processo, independentemente do contexto da decisão.

Uma segunda abordagem clássica da pesquisa da decisão relaciona-se à demonstração que indivíduos em experimentos laboratoriais frequentemente demonstram vieses (*bias*) pelo modo como se utilizam de heurísticas, tais como atalhos no raciocínio. Essa abordagem de heurísticas e vieses parece ter potencial de análise pois, se é possível identificar esses vieses também é possível treinar os indivíduos para superá-los ou desenvolver ferramentas de apoio para ajudá-los a detectar e alertar sobre essa situação. (KLEIN, 1993).

Em oposição à esses argumentos, o estudo da tomada de decisão naturalística descreve as estratégias que tomadores de decisão proficientes utilizam. Tendo em vista pesquisas realizadas (BEACH; LIPSHITZ, 1993), é possível observar que esses indivíduos especialistas não demonstram esses vieses preconizados pela perspectiva clássica da decisão no momento da escolha. Adicionalmente, o papel do contexto torna-se crítico para a estruturação da decisão, sendo que para cada cenário seja necessário o desenvolvimento de uma decisão aderente ao fenômeno.

Considerando os pontos descritos acima e, ainda, pelas características do contexto da decisão (limitação de tempo, cenários complexos, dinâmicos, e problemas difíceis de serem estruturados pela perspectiva clássica) e da estratégia de decisão expostas no referencial teórico dessa pesquisa, entende-se que o estudo da tomada de decisão dos gestores de fundo de investimento se encaixa no modelo clássico da decisão, porém também apresenta características naturalísticas (*expertise* e intuição) e essa perspectiva fornece o prisma adequado para o aprofundamento desse estudo.

O modelo de decisão de RPD, amplamente discutido no referencial teórico, distingue elementos de reconhecimento utilizados por especialistas quando confrontam situação dinâmica, que são: as indicações (reconhecimento de padrão), os objetivos (rotas plausíveis), as expectativas (*feedback-loops*) e o curso de ação (definição de caminhos) do fenômeno analisado.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Esse capítulo apresenta o método que foi utilizado para a realização da pesquisa proposta. Sua estrutura inicia com a apresentação da caracterização do estudo e da unidade de análise. Em seguida, será descrito o desenho da pesquisa e a discussão dos procedimentos de coleta e análise de dados. Ao final do capítulo são feitas as considerações éticas do trabalho.

3.1 CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO

Essa pesquisa consiste em um estudo observacional, de natureza exploratória, com abordagem qualitativa e temporalidade transversal. Estudos observacionais são investigações empíricas que observam fenômenos contemporâneos dentro de seu contexto de vida real, em especial quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos (YIN, 2010). Esta estratégia de pesquisa se baseia em múltiplas fontes de evidência, com dados convergentes para triangulação. Desta forma, torna-se ideal para o entendimento das dinâmicas presentes em contextos específicos (EISENHARDT, 1989).

Em relação à natureza exploratória, essa pesquisa tem como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores. Com isso, esta abordagem é adequada a temas ainda poucos explorados, tornando difícil a formulação de hipóteses precisas e operacionalizáveis (GIL, 2010).

A abordagem qualitativa é aderente à proposta da pesquisa, pois não se propõe a desenvolver medições numéricas ou quantificar estatisticamente os problemas apresentados. As abordagens qualitativas contribuem para estudos em profundidade de fenômenos sociais, permitindo sua observação e compreensão em seus ambientes naturais, buscando uma reconstrução da realidade na forma como é percebida por seus participantes (SAMPIERI; COLLADO; LÚCIO, 2006).

Sobre a temporalidade transversal dessa pesquisa, esta busca esclarecer que embora a coleta de dados aconteça em oportunidades distintas, esse estudo não se destina a observar qualquer tipo de evolução ou modificação de variáveis ao longo do tempo de observação (FLICK, 2010).

3.2 UNIDADE DE ANÁLISE

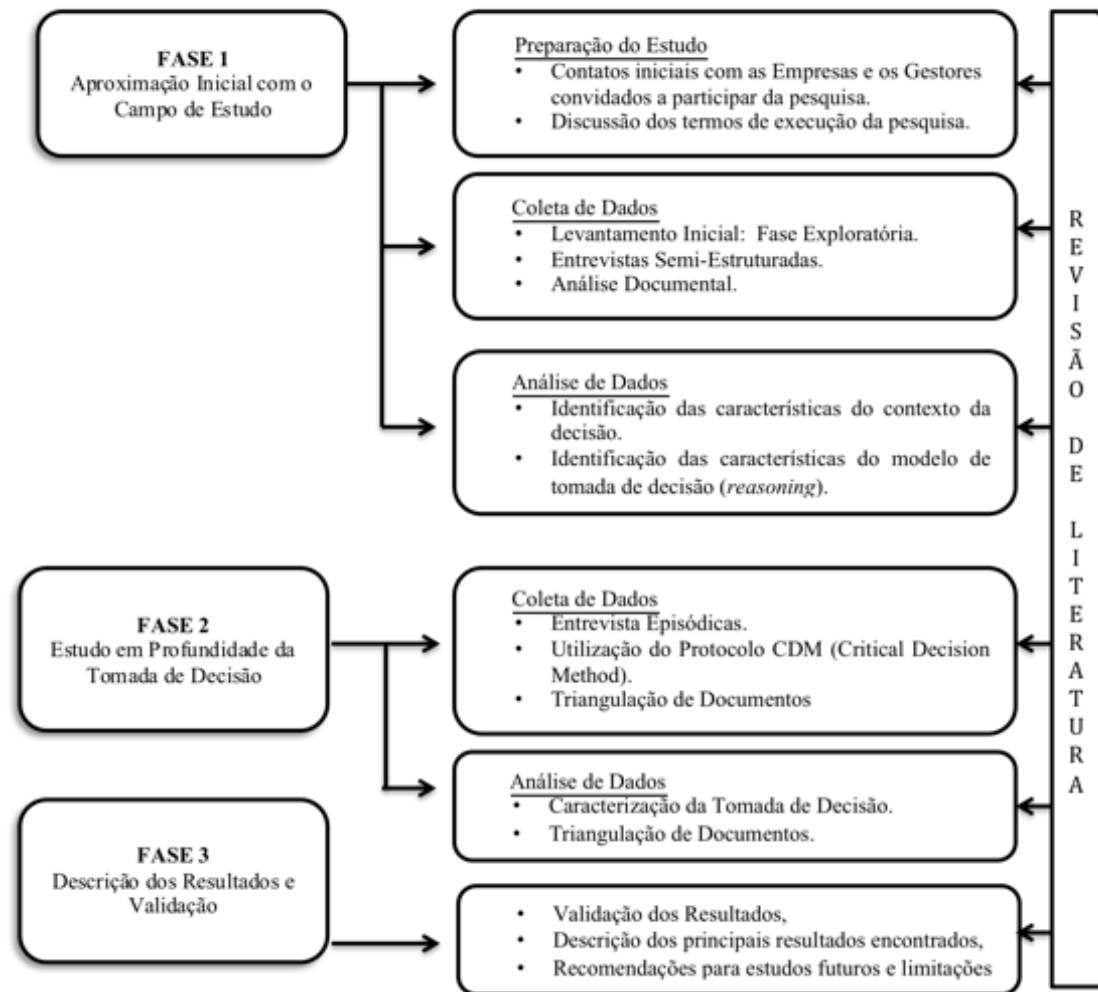
A unidade de análise desse estudo é a tomada de decisão dos gestores de Fundos de Investimento. A quantidade de observações estudadas foi definida por razões de conveniência, ao invés de critérios estatísticos, com o objetivo de ampliar a teoria emergente sobre o tema e facilitar a replicação do estudo.

Para tanto, foi desenvolvida uma pesquisa com 13 Gestores de Fundos de Investimento em Renda Variável, sendo seis Gestores na Fase 1 e sete Gestores na Fase 2 do estudo, conforme detalhamentos a seguir. Com isso, ao todo, foi estudado um grupo de Gestores que faz a administração de 31 Fundos de Investimento com patrimônio total sob gestão de, aproximadamente, R\$ 10,0 bilhões.

3.3 DESENHO DA PESQUISA

Essa seção apresenta o desenho da pesquisa com suas diferentes etapas e a posterior descrição dos procedimentos associados à sua condução (ver Figura 2).

Figura 2 – Desenho da Pesquisa



Fonte: O autor (2017).

3.3.1 FASE 1 – Aproximação inicial com o campo de estudo

3.3.1.1 Preparação do Estudo

Essa etapa consistiu na realização dos contatos iniciais com gestores que fazem a Gestão de Recursos de Terceiros, conhecidos no mercado como *Asset Management Firms*, e discussão dos termos de execução da pesquisa, incluindo o convite formal e aspectos éticos. Uma carta de apresentação do projeto foi enviada para todas as empresas juntamente com o termo de consentimento (Apêndice A e Apêndice B). O processo de escolha dos gestores participantes se deu pela conveniência e pelo interesse dos Gestores em fazer parte dessa

pesquisa. Ao final dessa etapa, foi recebido o aceite e a confirmação de participação dos Gestores de Fundos de Investimento convidados.

3.3.1.2 Coleta e Análise de Dados

Nessa fase foi realizada uma entrevista semiestruturada com seis Gestores de Fundos de Investimento (Gestores de Portfólio de Ações), considerados profissionais proficientes em seu ofício, pois o grupo de gestores possui experiência média aproximada de 26 anos no campo (Média: 25,67 ; Desvio-padrão 6,86) com a gestão de, pelo menos, 2 Fundos de Investimento simultâneos (Quadro 3). Adicionalmente, o Apêndice C apresenta um quadro-síntese das transcrições desses dados.

Quadro 3 – Perfil dos Entrevistados – Fase 1 (em anos)

Fase 1	Idade	Experiência
Entrevistado 1	45,00	20,00
Entrevistado 2	60,00	35,00
Entrevistado 3	49,00	28,00
Entrevistado 4	35,00	17,00
Entrevistado 5	40,00	23,00
Entrevistado 6	52,00	31,00
Média	46,83	25,67
Desvio-padrão	8,89	6,86

Fonte: O autor (2017).

Essas entrevistas ocorreram no ambiente de trabalho desses Gestores, no período de agosto de 2015 à abril de 2016, com duração média aproximada de duas horas. Nesses encontros buscou-se identificar as características do contexto da decisão e do modelo decisório utilizado por esses gestores para a escolha do portfólio de ações dos Fundos de Investimento sob sua administração. Sendo que, com base no referencial teórico apresentado no capítulo dois dessa pesquisa, a análise dos dados obtida a partir dessas entrevistas foi utilizada para a elaboração da Fase 2 desse estudo, que foram as entrevistas em profundidade com sete Gestores sobre as atividades de alocação e gestão de portfólio as quais foram identificadas como atividades críticas para a Gestão de Fundo de Investimento.

Além das entrevistas, durante a coleta de dados dessa Fase, foram realizadas análise de documentos que foram utilizados para a triangulação dos dados provenientes das entrevistas. Uma breve descrição desse material é apresentada abaixo:

- **Regulamento do Fundo de Investimento:** O Regulamento é o documento de constituição do fundo. Nele estão estabelecidas todas as informações e as regras essenciais relacionadas à administração; (ii) à espécie, se aberto ou fechado; (iii) ao prazo de duração, se determinado ou indeterminado; (iv) à gestão; (v) aos prestadores de serviço; (vi) à política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo; (vii) à taxa de administração e, se for o caso, às taxas de performance, entrada e saída; (ix) às condições de aplicação e resgate de cotas.
- **Prospecto do Fundo de Investimento:** O Prospecto é o documento que apresenta de forma destacada as principais informações relevantes contidas no regulamento, tais como as relativas à política de investimento do fundo, às taxas de administração e aos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e administradores, assim como os riscos envolvidos da uma tomada de decisão dos gestores.
- **Lâmina de Informações Essenciais:** A lâmina contém as informações mais importantes em formato simples e sempre na mesma ordem. Além das informações sobre taxas e despesas, a lâmina traz uma tabela com os retornos/desempenho dos últimos cinco anos, do Fundo de Investimento e, conseqüentemente, do Gestor do Portfolio que enfatiza a existência, caso exista, de períodos com rentabilidade negativa.

A análise desse documental serviu de base para a construção do questionário utilizado para a Fase 1 dessa pesquisa e, a análise do regulamento, avaliação do prospecto e o estudo da lâmina de investimento de cada Fundo administrado pelos Gestores entrevistados, foram utilizados para a triangulação dos documentos.

3.3.2 FASE 2 – Estudo em Profundidade da Tomada de Decisão

Esta fase do estudo teve como objetivo caracterizar a decisão dos Gestores de Fundos de Investimento segundo o Modelo RPD, a fim de identificar os elementos críticos no desempenho da função de gestão, bem como analisar os aspectos presentes em suas simulações mentais de estruturação da decisão.

3.3.2.1 Coleta e Análise de Dados

Para a realização dessa fase do estudo, foi elaborado um roteiro de entrevistas semiestruturadas com base no modelo RPD (*Recognition-Primed Decision*). Essa abordagem, apresentada no referencial teórico, é baseada em entrevistas episódicas e utiliza uma série de perguntas (*probes*) para acessar conhecimentos específicos relacionados à tomada de decisão em contextos considerados desafiadores (CRANDALL; KLEIN; HOFFMANN, 2006). No Apêndice D, é apresentado um quadro-síntese exemplificando uma entrevista episódica realizada com um gestor presente nessa fase da pesquisa.

Nessa fase foi realizada uma entrevista semiestruturada com sete Gestores de Fundos de Investimento (Gestores de Portfólio de Ações), considerados profissionais proficientes em seu ofício, pois o grupo de gestores possui experiência média aproximada de 24 anos no campo (Média: 24,43 ; Desvio-padrão 7,41) com a gestão de, pelo menos, 2 Fundos de Investimento simultâneos (Quadro 4).

Quadro 4 – Perfil dos Entrevistados – Fase 2 (em anos)

Fase 2	Idade	Experiência
Entrevistado 7	48,00	30,00
Entrevistado 8	58,00	33,00
Entrevistado 9	48,00	26,00
Entrevistado 10	33,00	16,00
Entrevistado 11	42,00	20,00
Entrevistado 12	51,00	31,00
Entrevistado 13	39,00	15,00
Média	45,57	24,43
Desvio-padrão	8,26	7,41

Fonte: O autor (2017).

Essas entrevistas ocorreram no ambiente de trabalho desses Gestores, no período de setembro de 2016 à dezembro de 2016, com duração média aproximada de duas horas. Nesses encontros buscou-se descrever o modelo de decisão dos gestores e inventariar objetivos, indicações, expectativas e o curso de ação para as atividades críticas que compõem essa gestão que são a alocação do portfólio e a gestão do portfólio, apresentados no capítulo dos resultados da pesquisa.

3.3.3 FASE 3 – Descrição e Validação dos Resultados

Nessa fase, buscou-se validar os resultados obtidos nas fases anteriores através da triangulação de dados existentes. Da mesma forma, foram produzidas as principais conclusões da pesquisa bem como suas limitações e recomendações para estudos futuros.

3.4 CONSIDERAÇÕES ÉTICAS

Para esse estudo foi elaborado o Termo de Consentimento Livre e Consentido presente no Apêndice B. O termo previu a participação voluntária e a confidencialidade de fonte. Os convidados que aceitaram participar da pesquisa expressam ciência sobre o objetivo do estudo, o sigilo sobre as informações fornecidas, a garantia de esclarecimento e acesso à informação da pesquisa a qualquer tempo. Os dados coletados encontram-se sob a guarda do pesquisador.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esse capítulo está dividido em três seções. A caracterização da gestão, apresentada na seção 4.1, é resultante da coleta de dados realizada na fase I do estudo, com o objetivo de analisar o contexto da gestão, o papel do gestor e a estruturação de sua tomada de decisão. A seção 4.2, corresponde a fase II do estudo, na qual buscou-se o aprofundamento dos processos de decisão dos gestores em suas atividades principais – a alocação de portfólio e a gestão do portfólio – sob a ótica da decisão naturalística. A seção 4.3 tem por finalidade discutir o material empírico à luz do referencial teórico do estudo.

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA GESTÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO – FASE I

4.1.1 O contexto da Gestão de Fundo de Investimento

A Gestão de Fundo de Investimento está inserida em um ambiente financeiro complexo, o qual reflete um contexto macroeconômico dinâmico, altamente volátil, tendo um número elevado de variáveis relacionadas e, conseqüentemente, um elevado potencial de perdas e ganhos financeiros (HU; YU; WANG, 2012).

Essa Gestão, por sua vez, é caracterizada por administrar esses elementos críticos através de uma estratégia analítica de longo prazo, na qual há a construção de cenários plausíveis e o desenvolvimento de modelos quantitativos com base em regras determinadas e informações disponíveis no mercado financeiro. O desenvolvimento desses cenários e modelos tem por objetivo simplificar a realidade do contexto de investimento e servir de alicerce de decisão dessa Gestão (LAMB; TEE, 2012).

O Entrevistado 2, analisa a gestão de Fundos de Investimento e seu contexto:

[...] o ambiente financeiro não é controlável e as circunstâncias raramente se repetem de forma exata. A psicologia dos agentes exerce um papel importante nos mercados e por isso é altamente variável, tornando as relações de causa-e-efeito não confiáveis. Uma estratégia de investimento pode funcionar por um tempo mas eventualmente suas ações irão alterar o ambiente, demandando uma nova estratégia. E se outros agentes desenvolverem outras estratégias de investimento, possivelmente, irão refletir em sua efetividade.

Sendo assim, pode-se dizer, que a Gestão de Fundo de Investimento se caracteriza pela necessidade de compreender profundamente os aspectos que compõem o mercado financeiro de maneira independente e de forma simultânea. Busca-se, dessa forma, reduzir o

nível de complexidade através da compreensão empírica do cenário macroeconômico, do contexto de negócio das empresas e as relações existentes. Assim, através da construção de indicadores financeiros e modelos matemáticos, alicerça-se o processo decisório que evidencia essa Gestão (FERREIRA et. al, 2013).

4.1.2 O papel do Gestor na Gestão de Fundo de Investimento

A figura do Gestor torna-se crítica no desenvolvimento e na execução de estratégias que busquem dois objetivos principais: a minimização de riscos e a maximização do retorno do portfólio sob gestão (BLISS; POTTER; SCHWARZ, 2008). A presença do risco apresenta uma relação intrínseca com o potencial de retorno, e a compreensão de como esse risco é constituído, o reconhecimento de quando a proporção com o retorno está desajustada e seu controle são elementos essenciais de análise e de decisão que constituem a atividade do Gestor de Fundo de Investimento (CREMERS; PETAJISTO, 2009).

Sobre o papel do Gestor em tomar decisões de Investimento, o Entrevistado 5, desenvolve o seguinte argumento:

[...] investir consiste em exatamente uma coisa: lidar com o futuro. E, dado que ninguém de nós pode saber o futuro com certeza, o risco é *inescapable*. Portanto, lidar com o risco é um elemento essencial na Gestão de Investimento. Não é difícil encontrar investimentos que tenham potencial de alta. Se você encontrá-los, estará se movendo na direção certa. Mas é pouco provável que será bem sucedido por um período longo se não lidar explicitamente e de forma estruturada com o risco de seu portfólio.

A eventual perda financeira, resultante de decisões equivocadas feitas pelos Gestores na administração de seu portfólio, constitui um risco importante imposto aos seus investidores. Pois, além do dano material ao patrimônio, podem também refletir a perda de confiança dos investidores na habilidade do Gestor em tomar decisões consistentes o que, em situações extremas, podem gerar saques sucessivos e a insolvência do Fundo de Investimento (FORAN; O'SULLIVAN, 2014).

Com o objetivo de tornar a tomada de decisão do Gestor transparente para seus investidores, são desenvolvidas políticas de atuação na compra e venda de ativos (BAR; KEMPF; RUENZI, 2011). Existem estatutos a serem seguidos pelo Fundo de Investimento que delimitam as classes de ativos que o Gestor pode compor seu portfólio, bem como a aplicação e o uso de modelos quantitativos, feitos por áreas independentes à Gestão, que

buscam precificar a probabilidade de perdas do portfólio e mensurar a equação risco-retorno na composição da carteira de investimento (FRAZZINI; FRIEDMAN; POMORSKI, 2015).

Apesar dos Gestores utilizarem um processo de decisão fortemente estruturado, pois precisa ser auditado e documentado através de atas e análises, também é possível perceber elementos de intuição. Sobre a habilidade do Gestor em conseguir desempenho superior aos demais gestores, o Entrevistado 6, afirma o que segue:

[...] o seu objetivo como Gestor não é apenas atingir ganhos médios, mas sim ser melhor que a média. Portanto, seu pensamento deve ser melhor que o dos outros, mais acurado e num nível mais profundo de compreensão. Dado que outros gestores também são inteligentes, bem-informados e altamente “computadorizados”, você deve detectar um diferencial que eles não tenham. Deve pensar em algo que eles não pensaram, ver oportunidades que eles não veem e trazer *insights* que eles não possuam. Ou ainda, você deve estar mais certo que os outros sobre determinada ação o que, por definição, significa que o seu raciocínio deve ser diferente dos demais.

Visto que há desempenhos diferentes entre Gestores em seus portfólios e a tomada de decisão não pode ser completamente roteirizada, alguns Gestores podem, de fato, alcançar desempenho superior. Isso ocorre devido a percepção de alguns Gestores sobre a existência de ativos mal-precificados negociados no mercado e também da diferença entre os participantes em termos de capital intelectual e acesso à informações disponíveis (BUSSE; GOYAL; WAHAL, 2014).

4.1.3 A Tomada de Decisão na Gestão de Fundo de Investimento

As decisões dos Gestores de Fundo de Investimento são pautadas pela busca constante de novas oportunidades de aplicar os recursos existentes com perspectivas de ganho superior e pela presença de um processo estruturado de análise e escolha dessas oportunidades (CARHART, 1997).

As condições favoráveis para a identificação dessas oportunidades surgem da capacidade do Gestor em obter conhecimento institucional de companhias individuais listadas em Bolsa de Valores e na compreensão da dinâmica de mercado em que essas companhias posicionam seus empreendimentos (KHORANA; SERVAES; TUFANO, 2009).

Para tanto, utiliza-se uma abordagem de longo prazo e a construção de “teses de investimento” as quais são desenvolvidas de forma técnica através de pesquisas independentes, algoritmos de informação cruzada, modelos quantitativos, análise de indicadores financeiros, projeções futuras de planos de negócio, buscando, ao final,

determinar a probabilidade de sucesso do investimento e, conseqüentemente, o preço-alvo da ação (GRUNBICHLER; PLESCHIUTSCHNIG, 1999). A visão de longo prazo torna-se importante nessa análise pois há um ceticismo sobre as tendências de mercado exclusivamente de curto prazo, pois sua consistência pode ser prejudicada pelas flutuações de preços em períodos curtos, as quais podem encobrir negativamente a realidade dos fundamentos de seus negócios (BERK; GREEN, 2004).

De acordo com o Entrevistado 3, esse pensamento pode ser desenvolvido da seguinte forma:

[...] Gestores que possuem visão de curto prazo, que é aquela com foco exclusivamente nos resultados trimestrais das empresas, só trazem volatilidade e ruído para sua estratégia de investimento. É preciso ser multidisciplinar, ter uma visão de longo prazo e olhar o negócio em que se está investindo de forma abrangente, compreender as empresas que fundamentam seus resultados com agregação de valor, quer sejam eles financeiros, físicos, intelectuais, humanos, sociais e naturais.

Apesar do Gestor de Fundo de Investimento ser o responsável e líder da tomada de decisão, tanto na construção quanto na gestão do portfólio, essas decisões podem acarretar conflitos os quais, dentro do processo decisório, são mediados por Comitês (SWITZER; HUANG, 2007). Nessas reuniões de Comitês, os Gestores advogam suas ideias de investimento. Cada recomendação é submetida a um intenso escrutínio do grupo, tanto pelo seu mérito como investimento individual, como também pelo seu papel na composição do portfólio total. O debate sobre cada proposta de compra ou venda ocorre de forma rigorosa e quando todas as opiniões forem ouvidas o grupo delibera e formaliza suas conclusões por meio de documentos registrados, também conhecidos como “políticas de voto”, com base em regulamentos e regras estabelecidas que são passíveis de auditoria.

Sobre a importância de Comitês de Investimento, o Entrevistado 1 argumenta que:

[...] no ramo de Investimentos, a experiência não é apenas o melhor professor, é o único bom professor. É por isso que os Comitês de Investimento precisam de membros capazes de fazerem bons julgamentos com base em uma sabedoria que apenas pode vir da experiência em investir. A eficácia do Comitê está relacionada ao nível de senioridade de seus participantes como investidores e na capacidade de comunicação existente, isto é, as opiniões apresentadas devem ser ouvidas, compreendidas e, principalmente, respeitadas.

Nesses contextos de análise, onde o resultado da visão de longo prazo do Gestor e a existência de Comitês na tomada de decisão divergem do consenso, é que encontram-se, com mais probabilidade, as oportunidades de investimentos capazes de agregar valor ao portfólio.

Isso ocorre pelo fato da existência de distorções nos preços das ações no mercado (REUTER; ZITEWITZ, 2013).

4.1.4 Existência de elementos de TDN (Tomada de Decisão Naturalística)

O Gestor de Fundo de Investimento, em seu modelo de decisão, pode atingir desempenho superior através da escolha de ações específicas para a composição de seu portfólio na expectativa de vê-las alcançar maior rentabilidade do que as escolhas feitas por seus pares do mercado (GRINBLATT; TITMAN, 1989). Com isso, pode-se afirmar que existem diferenciais de decisão que, apesar dos processos de escolha serem estruturados e acessíveis a todos, há uma parte importante na decisão que reside na *expertise* do Gestor.

A *expertise* é atribuída ao uso da experiência em reconhecer padrões críticos que indicam a dinâmica de uma situação de decisão (KLEIN, 2015). A habilidade de reconhecer padrões refere-se a característica do *expert* em detectar tipicidade e perceber eventos que não aconteceram e outras anomalias que violam o padrão. Outro aspecto importante é a capacidade do tomador de decisão em gerar fatos contrários ao contexto e, em algumas situações, inconsistentes com aquilo que os indicadores estão sinalizando e, apesar disso, seguir em direção oposta (CANELLAS; FEIGH, 2016).

A Tabela 1, desenvolvida durante a pesquisa de campo, demonstra que os Gestores estudados apresentam variações significativas em seu desempenho (rentabilidade da carteira de ações sob Gestão) em períodos de tempo similar, quer seja entre seus pares quer seja em relação ao índice de referência (Ibovespa) do Fundo de Investimento.

Tabela 1 – Desempenho por Gestor no período de 5 anos (em %)

	2011	2012	2013	2014	2015	Acumulado
Gestor 1	4,90	5,75	-18,42	-7,89	-28,84	-44,50
Gestor 2	4,67	18,43	8,95	-21,45	-1,18	9,42
Gestor 3	9,31	43,76	0,28	-21,59	-1,08	30,68
Gestor 4	-0,47	26,84	0,34	-2,97	-8,97	14,77
Gestor 5	-14,96	8,03	-1,22	-5,23	-18,12	-31,50
Gestor 6	8,76	21,84	1,45	-5,98	-13,56	12,51
Ibovespa	-18,11	7,40	-15,50	-2,91	-13,31	-42,43

Fonte: O autor (2017).

Ao analisar as informações da Tabela 1, considerando, por exemplo, o *Gestor 1* em relação ao *Gestor 3*, torna-se evidente uma variação significativa de desempenho, entre esses

dois Gestores, ao longo dos cinco anos observados. Apesar da existência de anos positivos e negativos no período, o percentual acumulado do *Gestor 1* foi negativo em -44,50% contra um desempenho positivo de 30,68% do *Gestor 3*. Da mesma forma, ao comparar a performance dos dois Gestores em relação ao índice de referência (Ibovespa), que representa o desempenho médio das cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores, nota-se que o *Gestor 1* segue de forma próxima o índice (-44,50% versus -42,43%) enquanto o *Gestor 3* atinge rentabilidade superior (30,68% versus -42,43%) na Gestão de seu Fundo de Investimento.

A característica das decisões em Fundos de Investimento, em sua essência, possui dois elementos principais: o entendimento da situação na qual a decisão deve ser feita e a escolha do curso de ação mais apropriado para a situação da maneira como ela foi percebida. Em contextos estruturados de investimento, através da utilização de modelos matemáticos, o primeiro passo para a tomada de decisão é garantir exatamente sobre o que se está decidindo, seus objetivos de compra. O que é aparentemente óbvio em situações rotineiras, mas sob circunstâncias ambíguas e estressantes a forma como o tomador de decisão entende o problema é crucial (KLEIN, 1998). Pois, se o contexto for entendido de forma equivocada não importa qual alternativa se escolha porque provavelmente ela será a decisão errada.

Sobre a importância da percepção e do julgamento do Gestor, o Entrevistado 4 pondera:

[...] Investir é um ato empreendido por seres humanos, a maioria dos quais está a mercê de seus fenômenos mentais e emocionais. Muitas pessoas possuem o intelecto necessário para analisar informações, mas poucos são capazes de olhar de forma aprofundada o contexto sem se deixar influenciar pela psicologia. Muitas pessoas irão chegar à conclusões similares em suas análises, mas o que irão fazer com essas conclusões varia muito pois cada um irá perceber, julgar e reagir de forma diferente devido ao seu modelo mental.

Sendo assim, é possível sugerir, que essa Gestão é caracterizada por apresentar uma tomada de decisão analítica, seguindo dados e preceitos quantitativos, pois são decisões que precisam ser auditadas. Por outro lado, essa tomada de decisão demonstra também elementos de intuição e *expertise* nos quais a atuação do Gestor torna-se um diferencial de desempenho no desenvolvimento do curso de ação de suas decisões.

4.1.5 Considerações Finais

Ao final dessa seção, com base nos dados coletados e analisados, sugere-se que existem elementos de NDM na Gestão de Fundo de Investimento. A decisão do gestor, apesar de trazer características consideradas racionais, também é composta por fatores intuitivos, os quais serão discutidos na etapa seguinte.

4.2 ANÁLISE DA DECISÃO NATURALÍSTICA – FASE 2

4.2.1 O Modelo RPD

O modelo RPD (*Recognition-Primed Decision*), de forma resumida, distingue três processos de reconhecimento utilizados por peritos face à uma situação dinâmica, (nível 1) situações de rotina, a mais simples forma de execução do RPD, (nível 2) decisões relacionadas ao desenvolvimento de cursos de ação e, (nível 3) uma complexa estratégia de RPD que trata da possibilidade de situação de reconhecimento não-imediata (KLEIN, 1993; RANDEL, 1994; LIPSHITZ, 1993).

Para o estudo da tomada de decisão dos Gestores de Fundo de Investimento, o nível do modelo RPD que apresenta elementos mais aderentes ao esforço cognitivo é o modelo de nível 3. Isso ocorre pois nessa estratégia há necessidade de identificação e compreensão de elementos chave utilizados pelos decisores. O conceito de simulação mental, utilizado nessa pesquisa, refere-se ao esforço cognitivo do decisor em diagnosticar a situação-problema, gerar expectativas e avaliar o curso de ação (KLEIN, 1993). Uma vez identificadas, essas situações dinâmicas são examinadas e reconhecidas sob quatro diferentes elementos:

- Sinais Relevantes (*relevant cues*): São as indicações que levam o decisor a identificar a situação encontrada e associá-la à um padrão de resposta conhecido ou vivenciado;
- Expectativas (*expectancies*): São as expectativas que são construídas para o acompanhamento do desenvolvimento do problema (*feedback-loops*);
- Objetivos Plausíveis (*plausible goals*): São os objetivos traçados a partir da identificação; e
- O Curso de Ação (*action*): São as ações determinadas com base no conjunto de aspectos anteriores analisados.

4.2.2 Alocação do Portfólio

4.2.2.1 Definição da Atividade

A atividade de alocação do portfólio (*asset allocation*) refere-se a tomada de decisão sobre a proporção de ativos que um gestor define em colocar em determinadas classes de investimentos (HAMISULTANE, 2010). Por exemplo, um Gestor opta por dividir seu portfólio (volume de investimento) em ações de diferentes setores da economia, balanceando-as em 20% em Bancos, 30% em empresas de Siderurgia e 50% em companhias de Varejo. Uma vez estipulada a proporção de cada setor, em uma etapa subsequente, define-se quais empresas específicas irão compor a classe de investimento. Na maioria dos casos, a decisão de alocação de ativos é uma decisão de longo prazo, a qual representa um conjunto de metas raramente revisto que define o *benchmark* contra o qual o investimento será mensurado (YUEN; YANG, 2012).

Sobre a alocação do portfólio, o Entrevistado 7 observa:

[...] geralmente os Gestores falham nesse etapa pois gastam uma parte muito pequena de seu tempo e de seus recursos nessa análise do contexto e do cenário futuro. Somos seduzidos pelo apelo das decisões de *trading* e pelo fascínio dos movimentos de *market timing* e não nos concentramos de forma necessária em definir a alocação de longo prazo do portfólio.

A essência do processo, que leva a criação de portfólios viáveis, envolve conhecimento de princípios de investimento, definição de metas e análise de risco. Essas características, por sua vez, devem ser construídas em conjunto com seus clientes, os quais possuem expectativas sobre o risco e retorno de seu capital investido (OGUZSOY; GUVEN, 2007).

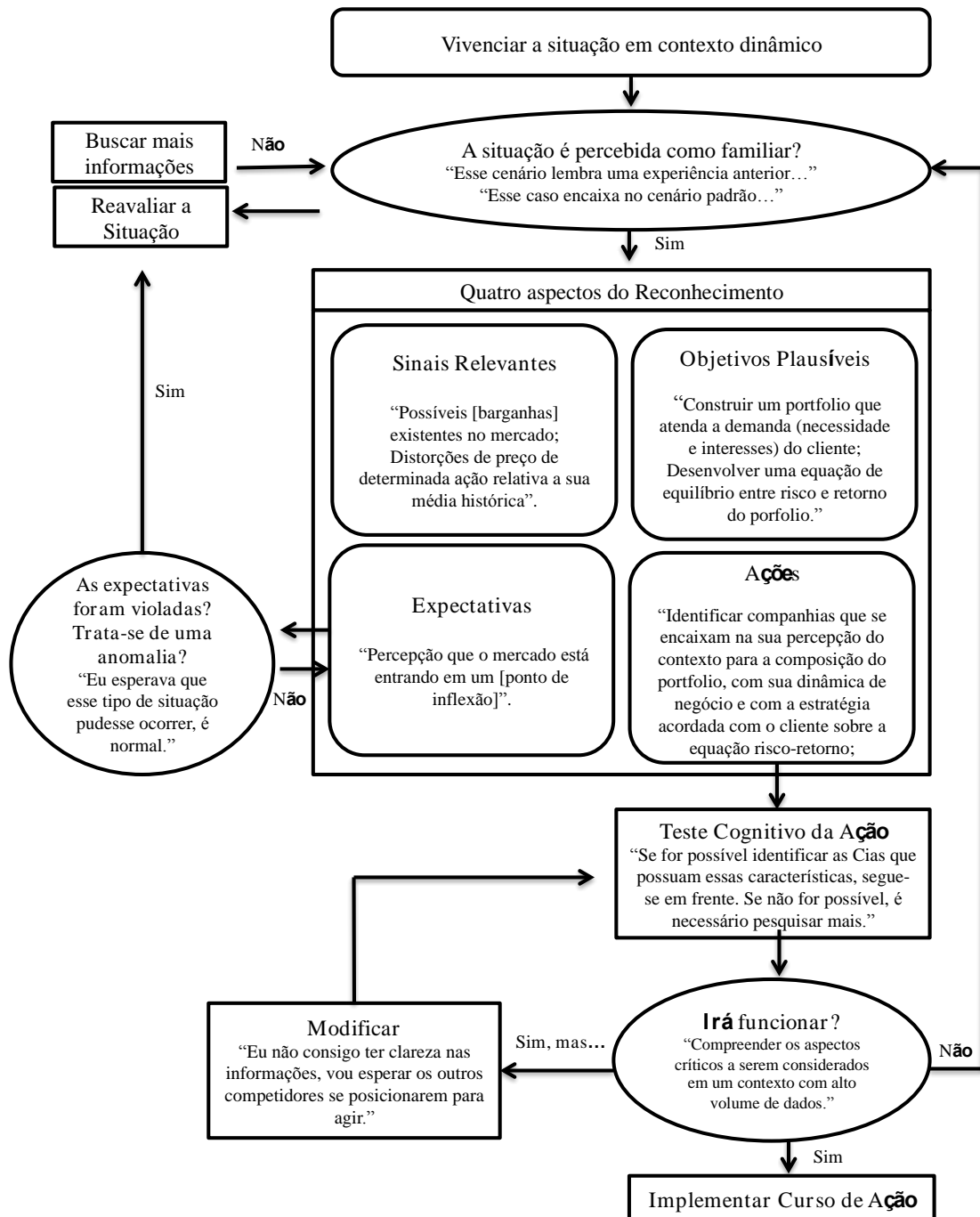
4.2.2.2 Alocação de Portfólio: Simulação de Decisão dos Gestores

Ao longo dessa etapa da pesquisa foi possível identificar, através da análise detalhada das entrevistas, um inventário de simulações mentais de reconhecimento e caracterização da decisão sobre Alocação de Ativos. Nesse sentido, com o objetivo de explorar a tomada de decisão dos Gestores de Fundo de Investimento sob a ótica da Perspectiva Naturalística, foi analisado em que direção essas simulações mentais são conduzidas e, como os Gestores

trabalham com os quatro aspectos de reconhecimento (sinais, expectativas, objetivos e ações) utilizados pelo modelo RPD.

Figura 3 – Extrato de entrevista utilizando CDM (*critical decision method*), mapeada para o Modelo RPD (*recognition-primed decision*)

Simulação Mental (1): Análise de Valor e Preço



Fonte: O autor (2017).

Desenvolver uma análise de *Valor e Preço* das oscilações de preços existentes no mercado, torna-se crucial para atividade de construção de portfólio. Pois devido a dualidade existente nessa simulação mental, a noção aparente de “barato ou caro”, torna essa decisão capaz de atingir retornos excelentes ou acarretar perdas significativas para o portfólio. Um dos sinais relevantes, de acordo com o relato dos Gestores entrevistados, de ocorrência dessa situação é a percepção de ações sendo comercializadas com preços abaixo da média histórica, o que gera uma expectativa de que o mercado esteja iniciando um movimento de realização de lucros ou sinalizando um *rally* de alta. Consequentemente, esses sinais e expectativas podem gerar objetivos plausíveis de construção da carteira de investimento, com ativos mais suscetíveis a essas nuances, considerando essa percepção de risco.

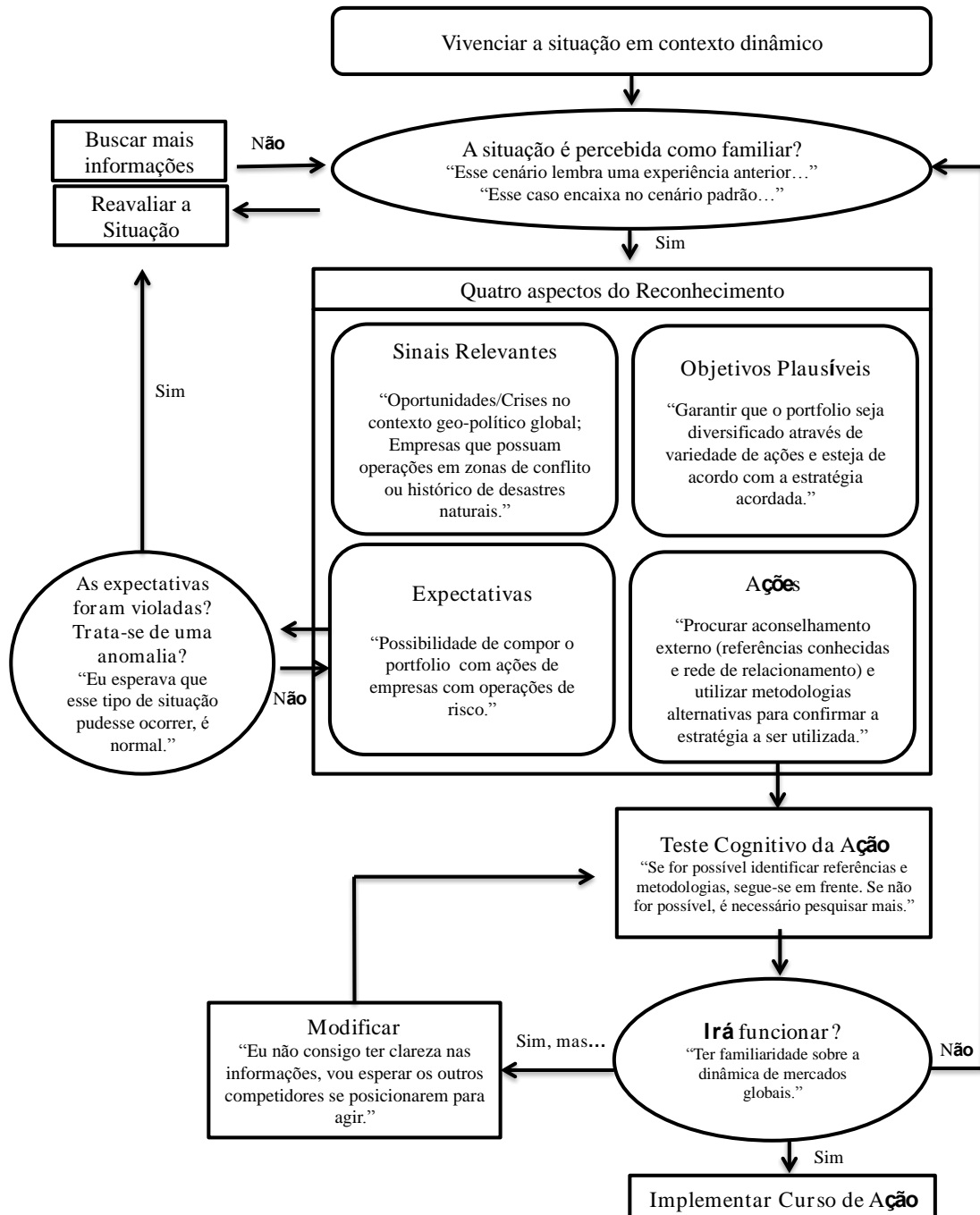
A noção de “barganha” e ativos mal precificados, foi explicada pelo Entrevistado 9, conforme abaixo:

[...] é em grande parte uma questão de preço. Nosso objetivo não é encontrar bons ativos, mas boas compras. Portanto, não é o que você compra mas quanto paga por ela. Um ativo de alta ou baixa qualidade pode constituir em uma compra boa ou má. A tendência de confundir o mérito objetivo com a oportunidade de investimento e a falta de distinção entre bons ativos e boas compras, levam a maioria dos Gestores ao prejuízo.

De acordo com a pesquisa, conforme descrito, ações típicas nessa simulação tendem a ser orientadas no sentido de equilibrar a percepção do Gestor sobre o contexto de “barganhas” potenciais, com a estratégia definida com o cliente e, por último, uma análise de risco do investimento.

Figura 4 – Extrato de entrevista utilizando CDM (*critical decision method*), mapeada para o Modelo RPD (*recognition-primed decision*)

Simulação Mental (2): Análise do Contexto Geopolítico



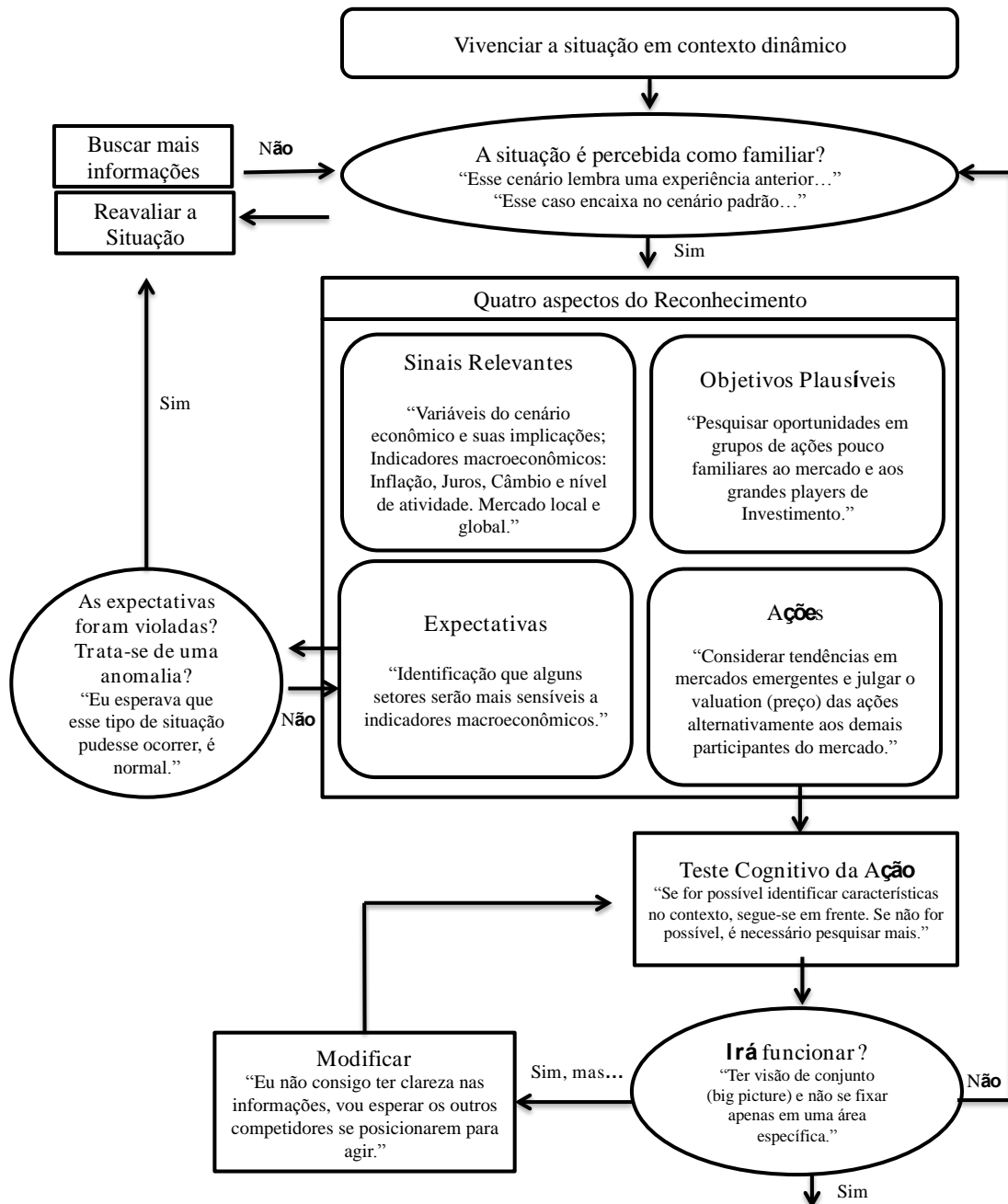
Fonte: O autor (2017).

A simulação mental de análise do *Contexto Geopolítico*, descrita na Tabela 2, aborda a necessidade do Gestor de Fundo de Investimento, na construção de seu portfólio, compreender os sinais relevantes de oportunidades e crises existentes nos mercados globais. Empresas que possuem operações nesses contextos, zonas de conflito ou sujeitas a desastres naturais, podem ter impacto relevante no *valuation* de suas ações no mercado. As expectativas dos Gestores, nessa simulação mental, estão direcionadas a encontrar ações de empresas, para compor o portfólio, que possam se beneficiar desses cenários, onde novos negócios fiquem disponíveis ou mercados antes inacessíveis tornem-se viáveis dada a circunstância geopolítica.

Como sequência a esses sinais e expectativas, os objetivos plausíveis são direcionados à garantir diversificação e alinhamento da estratégia, tendo como ações típicas o aconselhamento externo e a utilização de metodologias de suporte a decisão capazes de sustentar o processo de escolha dos Gestores nesse contexto geopolítico.

Figura 5 – Extrato de entrevista utilizando CDM (*critical decision method*), mapeada para o Modelo RPD (*recognition-primed decision*)

Simulação Mental (3): Análise do Contexto Macroeconômico



Fonte: O autor (2017).

A análise do *Contexto Macroeconômico*, compõem uma importante simulação mental feita pelos Gestores pois essas variáveis, tais como, juros, câmbio, inflação e nível de atividade impactam diretamente o negócio da maioria das empresas e exigem um alto grau de resposta dos Gestores na construção do portfólio. Os sinais relevantes dessa simulação mental,

concentram-se na análise dessas variáveis e as expectativas concentrando na compreensão de quais setores e empresas são mais sensíveis a eventuais mudanças.

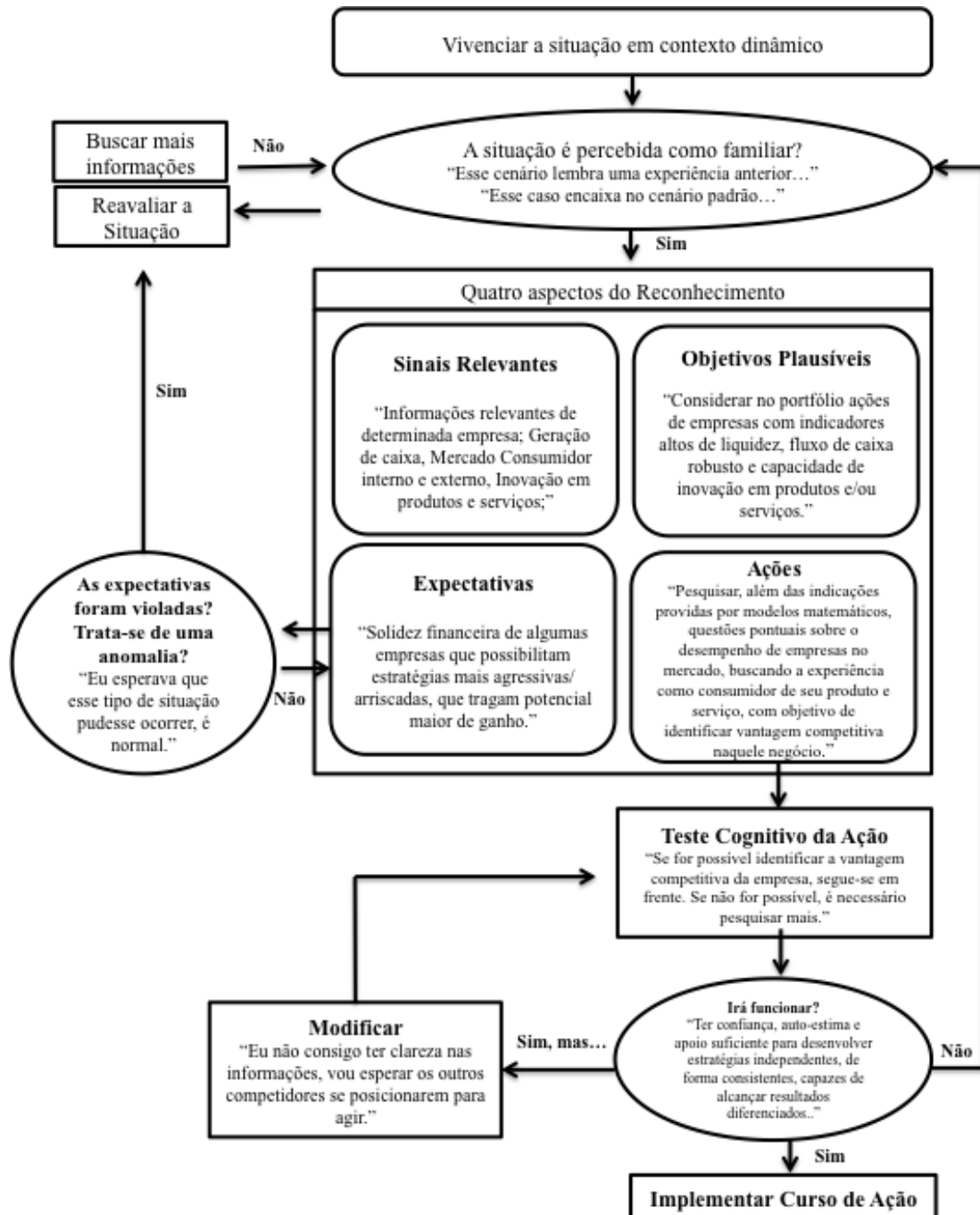
O Entrevistado 13, comenta sobre as características do cenário macroeconômico:

[...] o cenário econômico e os mercados possuem ciclos de alta e ciclos de baixa. Qualquer que seja a direção que eles estejam indo no momento, mais investidores irão acreditar que o mercado seguirá nessa direção para sempre. Esse pensamento é a fonte de distorções de valor e início de bolhas especulativas as quais são difíceis Gestores anteciparem.

Nessa simulação os objetivos plausíveis dos Gestores concentram-se em pesquisar grupos de ações pouco conhecidas, muitas em fase inicial de maturação do investimento ou em um processo de geração de caixa futura mais significativo que o atual baseado em projeções e na execução de planos de negócios. As ações típicas são orientadas para desvendar oportunidades reais nesse emaranhado de informações, o que exige do Gestor uma visão alternativa aos demais investidores.

Figura 6 – Extrato de entrevista utilizando CDM (*critical decision method*), mapeada para o Modelo RPD (*recognition-primed decision*)

Simulação Mental (4): Análise de Indicadores Financeiros



Fonte: O autor (2017).

A quarta simulação mental utilizada pelos Gestores de Fundos de Investimento diz respeito a análise dos *Indicadores Financeiros* da Empresa. Essa atividade busca garantir que as informações técnicas financeiras, tais como, balanço patrimonial, demonstrativo de

resultados, etc. sejam analisadas de maneira criteriosa e aprofundada na atividade de alocação de ativos potenciais. São considerados sinais relevantes, ações de empresas que apresentem indicadores com solidez financeira, o que possibilitaria (expectativa) um desempenho satisfatório em situações de crise.

Os objetivos plausíveis, nessa simulação mental, estão relacionados a considerar no portfólio ações de companhias que apresentem um balanço robusto, com indicadores de liquidez consistentes e, além disso, com capacidade de inovação em seus produtos e serviços. Essa análise individual de empresas, principalmente sob a ótica da capacidade de inovação transcende modelos matemáticos sobre indicadores financeiros, o que exige do Gestor formas alternativas e, muitas vezes, seletivas de obtenção de informações para a tomada de decisão. As ações típicas esperadas, portanto, são buscar compreender a vantagem competitiva existente na companhia a ser considerada em seu portfólio, bem como seu desempenho em seu mercado de atuação.

As simulações identificadas na pesquisa, que compõem a atividade de Alocação de Ativos no Portfólio, representam (a) a percepção seletiva de preço *versus* valor e suas etapas de decisão, (b) o contexto geopolítico de decisão com suas implicações, (c) o cenário macroeconômico de análise e seus reflexos de decisão e (d) os indicadores financeiros individuais da empresa e a necessidade de ir além dos modelos matemáticos para a compreensão do contexto de tomada de decisão. Essas simulações mentais estão sumarizadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Síntese Ilustrativa de Alocação de Portfólio Gestores de Fundo de Investimento em Ações Modelo RPD

Aspectos de Reconhecimento / Simulações Mentais	Sinais Relevantes (Relevant Cues)	Expectativas (Expectancies)	Objetivos Plausíveis (Plausible Goals)	Ações típicas (Action)
Análise de Valor x Preço	<ul style="list-style-type: none"> ■ Possíveis "barganhas" existentes no mercado; Distorções de preço de determinada ação relativa a sua média histórica; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Percepção que o mercado está entrando em um "ponto de inflexão"; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Construir um portfólio que satisfaça demanda (necessidade e interesses) do cliente; Desenvolver uma equação de equilíbrio entre risco e retorno do portfólio; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Identificar companhias que se encaixam na sua percepção do contexto para a composição do portfólio, com sua dinâmica de negócio e com a estratégia acordada com o cliente sobre a equação risco-retorno;
Análise do Contexto Geopolítico	<ul style="list-style-type: none"> ■ Oportunidades/Crises no contexto geo-político global; Empresas que possuam operações em zonas de conflito ou histórico de desastres naturais; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Possibilidade de compor o portfólio com ações de empresas com operações de risco; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Garantir que o portfólio seja diversificado através de variedade de ações e esteja de acordo com a estratégia acordada; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Procurar aconselhamento externo (referências conhecidas e rede de relacionamento) e utilizar metodologias alternativas para confirmar a estratégia a ser utilizada;
Análise do Cenário Macroeconômico	<ul style="list-style-type: none"> ■ Variáveis do cenário econômico e suas implicações; Indicadores macroeconômicos: Inflação, Juros, Câmbio e nível de atividade. Mercado local e global. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Identificação que alguns setores serão mais sensíveis a indicadores macroeconômicos; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pesquisar oportunidades em grupos de ações pouco familiares ao mercado e aos grandes <i>players</i> de Investimento; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Considerar tendências em mercados emergentes e julgar o <i>valuation</i> (preço) das ações alternativamente aos demais participantes do mercado;
Análise de Indicadores Financeiros	<ul style="list-style-type: none"> ■ Informações relevantes de determinada empresa; Geração de caixa, Mercado Consumidor interno e externo, Inovação em produtos e serviços; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Solidez financeira de algumas empresas que possibilitam estratégias mais agressivas/arriscadas, que tragam potencial maior de ganho. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Considerar no portfólio ações de empresas com indicadores altos de liquidez, fluxo de caixa robusto e capacidade de inovação em produtos e/ou serviços; 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pesquisar, além das indicações providas por modelos matemáticos, questões pontuais sobre o desempenho de empresas no mercado, buscando a experiência como consumidor de seu produto e serviço, com objetivo de identificar vantagem competitiva naquele negócio.

Fonte: O autor (2017).

4.2.3 Gestão do Portfólio

4.2.3.1 Definição da Atividade

Uma vez que a construção do Portfólio esteja concluída, com o percentual de alocação de ativos definida em classes de investimento e a estratégia de grau de risco e retorno delimitada com os investidores, inicia-se a Gestão do Investimento (LANGLEY, 1989).

O papel do Gestor nessa etapa é caracterizado pela execução de dois processos principais: a busca por desempenho (*chasing performance*) e o reequilíbrio (*rebalancing*) do portfólio (GLODE, 2011). Sendo que, em sua forma básica, a busca por desempenho refere-se a movimentos táticos de curto prazo de compra e venda com o objetivo de alcançar rentabilidade superior do Portfólio e a atividade de reequilíbrio envolve ações que assegurem que as características do Portfólio atual sejam mantidas com as metas de Alocação definidas (MOON; YAO, 2011). As forças de mercado causam volatilidade nos preços dos ativos e, conseqüentemente, as proporções das carteiras de investimento compostos por esses ativos

caem e sobem de forma proporcional a esses movimentos (BUSSE; IRVINE, 2006). Para manter as alocações desejadas, os Gestores vendem ativos que se valorizam em termos relativos e compram ativos que se depreciam nesses termos (HOLLAND, 2006). A menos que os Gestores se envolvam no reequilíbrio sistemático das carteira, o perfil de risco e retorno real do portfolio invariavelmente irá diferir do perfil de risco e retorno desejado para a carteira (JONES; WERMERS, 2011).

O entrevistado 8 comenta abaixo sobre sua estratégia na Gestão de seu portfolio:

[...] essa é minha opinião sobre gestão de portfolio: poucas pessoas, se é que existem, têm a habilidade de adequar sua estratégia em tempo hábil para ajustar as condições de mercado. Assim, os gestores devem se comprometer com uma abordagem. Eles (os gestores) podem ser agressivos esperando que irão ganhar muito com as decisões corretas e perder muito com as erradas. Ou podem ser defensivos assumindo que ganharão pouco quanto o mercado estiver bom e perder bem menos em tempos ruins. O fato de que os gestores precisam ser mais agressivos que defensivos, não significa que eles devem ser indiferentes ao *mix* entre os dois. Na minha visão o segredo é o *balance*.

O processo de gestão ativa de portfolio, frequentemente, garante aos Gestores a manutenção de um perfil de risco consistente e a capacidade de explorar a geração de retornos de seus ativos pela análise de oportunidades criadas pelo excesso de volatilidade nos preços das ações no mercado (BURTON, 2007).

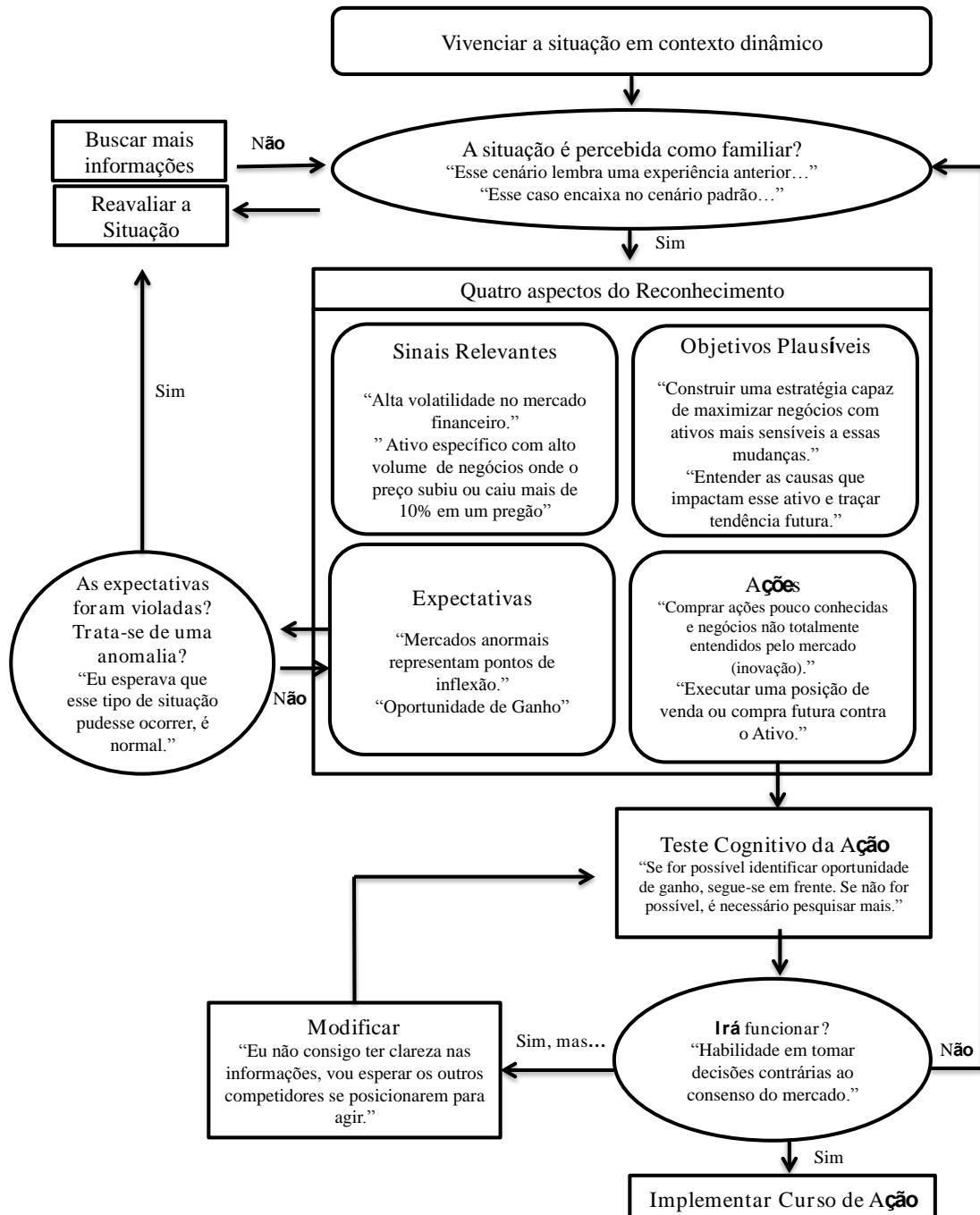
4.2.3.2 Simulação de Decisão dos Gestores

Nessa fase da pesquisa, utilizando-se o mesmo método da seção anterior, através da análise criteriosa das entrevistas, foi possível identificar duas simulações mentais críticas de reconhecimento e decisão sobre a Gestão de Portfolio administrada pelos Gestores. Com esse intuito, foi analisado em que sentido esses processos mentais são direcionados e, como os Gestores trabalham com os quatro aspectos de reconhecimento (sinais, expectativas, objetivos e ações) utilizados pelo modelo RPD.

Na gestão de portfolio, a medida que os mercados evoluem, os Gestores têm como atividades principais a busca por desempenho (*chasing performance*) do Fundo de Investimento visando ganho sob o capital investido e o reequilíbrio (*rebalancing*) do portfolio com o objetivo de manter a equação risco-retorno da carteira conforme a definição da estratégia durante a fase de construção do portfolio.

Figura 7 – Extrato de entrevista utilizando CDM (*critical decision method*), mapeada para o Modelo RPD (*recognition-primed decision*)

Simulação Mental (1): Busca por desempenho
(trading/market timing)



Fonte: O autor (2017).

A atividade de “busca por desempenho” executada pelo Gestor, com base no estudo de campo, pode ser dividida em duas simulações mentais: o *trading*, que é a negociação de

oportunidades existentes no mercado e o *market timing* que é o melhor momento de compra ou venda do ativo com fins de maximizar a rentabilidade.

A simulação mental de *trading*, descrita na Tabela 3, aborda a necessidade do Gestor de Fundo de Investimento, na gestão do portfólio, compreender os sinais relevantes que são representados por uma alta volatilidade no mercado, como por exemplo, movimentos bruscos de alta ou queda nos índices o que produz uma expectativa de que crises abruptas podem ser presságios de pontos de inflexão no preço dos ativos. Como sequência a esses sinais e expectativas, os objetivos plausíveis são direcionados a construção de uma estratégia capaz de maximizar negócios com ativos mais sensíveis a essa mudança, tendo como ações típicas a compra de ações pouco conhecidas ou negócios não totalmente conhecidos pelo mercado que possam trazer valor ao Gestor.

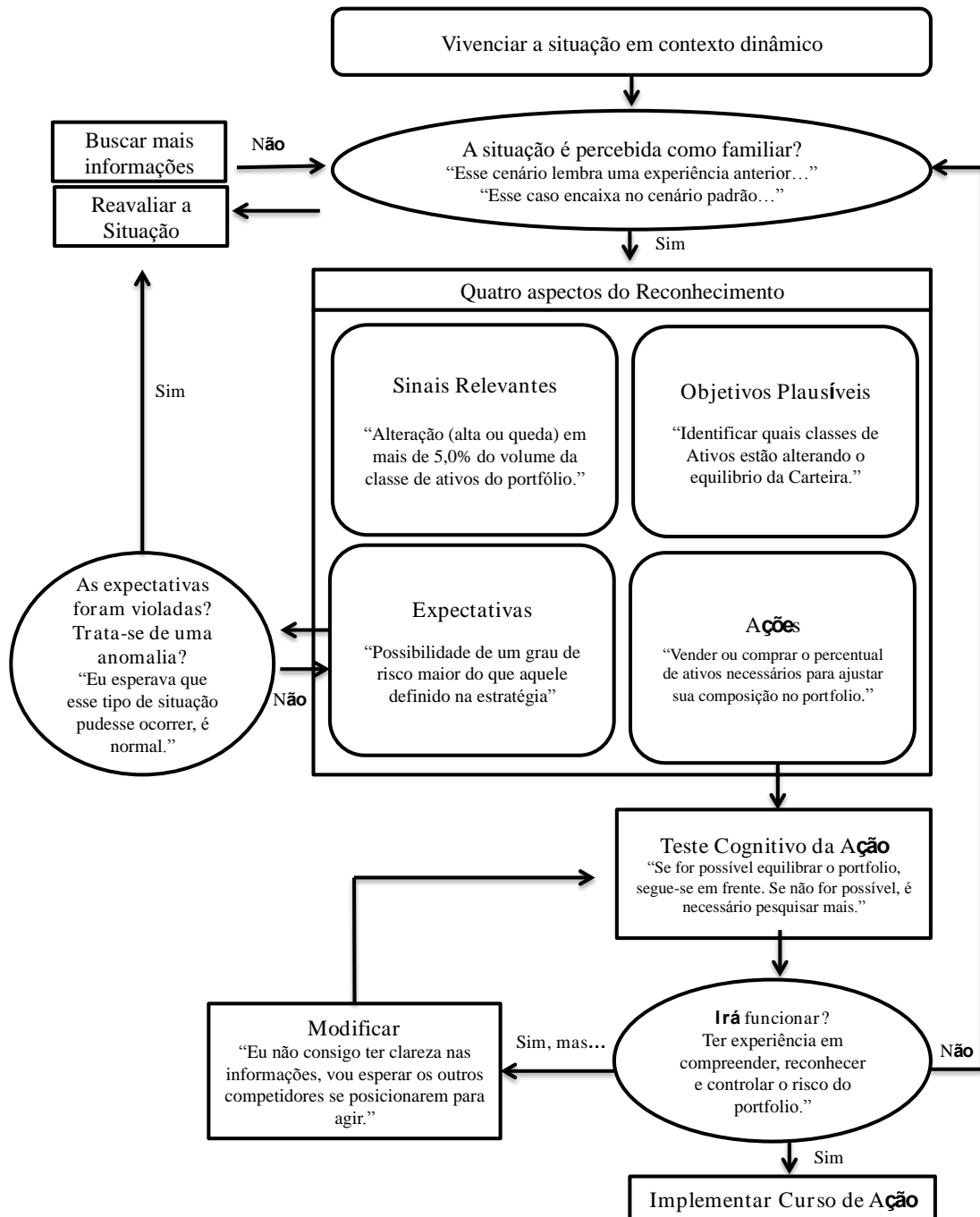
Sob a característica do Gestor de agir de forma independente aos demais, o Entrevistado 12 argumenta:

[...] existe apenas uma maneira de descrever a maioria dos Gestores: *trend followers*. Pois comprar ações quando os outros, sem critério aparente, estão vendendo e vender quando os outros estão euforicamente comprando demanda uma grande coragem, mas proporciona grandes lucros.

Encontrar o *market timing* de um ativo na busca por desempenho torna-se crucial para o Gestor, pois quando há variações significativas em preço nos ativos (sinal relevante) traz como expectativa intrínseca a oportunidade de ganho superior. Gestores atentos a esses movimentos possuem como objetivos plausíveis buscar compreender as razões para essas variações relevantes no preço dos ativos e, caso encontre, traçar uma tendência futura e executar uma posição de compra ou venda para garantir desempenho adicional ao portfólio.

Figura 8 – Extrato de entrevista utilizando CDM (*critical decision method*), mapeada para o Modelo RPD (*recognition-primed decision*)

Simulação Mental (1): Reequilíbrio



Fonte: O autor (2017).

A simulação mental de reequilíbrio, possui um papel central no processo de gestão de portfólio, pois os Gestores podem-se valer das oportunidades existentes para garantir não

apenas a meta de alocação como também satisfazer os objetivos de investimento de longo prazo da carteira.

A respeito da necessidade de se controlar o risco através do reequilíbrio do portfólio, o Entrevistado 10 tece o seguinte comentário:

[...] na minha opinião, Gestores talentosos são aqueles que assumem riscos que são proporcionalmente menores que os retornos que conseguem. Eles podem gerar retornos moderados com baixo risco ou altos retornos com riscos moderados, Mas alcançar altos retornos com altos riscos significa que a percepção de ‘alto risco’ ou estava errada e a sorte ajudou ou extremamente bem gerenciada.

Para tanto essa simulação, apresentada na Figura 6, possui como sinais relevantes uma alteração de 5,0% do volume da classe de ativos do portfólio, o que gera uma expectativa no Gestor de que há a possibilidade de um grau de risco maior do que aquele definido na estratégia. Com isso, cria como objetivo plausível a busca por identificar quais classes de ativos foram desbalanceadas na carteira e direciona ações típicas de venda ou compra de ativos necessários para ajustar sua composição no portfólio.

As simulações apresentadas representam (a) a busca por desempenho composta pela atividade de *trading* e *market timing* com suas etapas de decisão e, (b) a análise de reequilíbrio do portfólio representada pelos quatro aspectos do reconhecimento. Essas simulações mentais estão sumarizadas e discutidas na Tabela 3.

Tabela 3 – Síntese Ilustrativa de Gestão de Portfólio Gestores de Fundo de Investimento em Ações - Modelo RPD

Aspectos de Reconhecimento / Simulações Mentais	Sinais Relevantes (Relevant Cues)	Expectativas (Expectancies)	Objetivos Plausíveis (Plausible Goals)	Ações típicas (Action)
Busca por Desempenho (<i>trading</i> e <i>market timing</i>)	Alta volatilidade no mercado financeiro	Mercados anormais representam pontos de inflexão.	Construir uma estratégia capaz de maximizar negócios com ativos mais sensíveis a essas mudanças.	Comprar ações pouco conhecidas e negócios não totalmente entendidos pelo mercado (inovação).
	Ativo específico com alto volume de negócios onde o preço subiu ou caiu mais de 10% em um pregão.	Oportunidade de ganho	Entender as causas que impactam esse ativo e traçar tendência futura.	Executar uma posição de venda ou compra futura contra o Ativo.
Reequilíbrio	Alteração (alta ou queda) em mais de 5,0% do volume da classe de ativos do portfólio.	Possibilidade de um grau de risco maior do que aquele definido na estratégia	Identificar quais classes de Ativos estão alterando o equilíbrio da Carteira.	Vender ou comprar o percentual de ativos necessários para ajustar sua composição no portfólio.

Fonte: O autor (2017).

4.2.4 Considerações Finais

Considerando o aprofundamento sobre as duas principais atividades do gestor, que são a alocação e a gestão do portfólio, pode-se sugerir que as decisões, por vezes, mostram resultados diferentes em função da análise individual e construção de cenários desenvolvidos pelo Gestor. Apesar de todos terem acesso ao mesmo nível de informações disponíveis e ferramental quantitativo, essas análises, sugerem que possam ter caráter intuitivo, onde a *expertise* possui influência relevante, bem como a existência de heurísticas de auto-regulação e auto-eficácia.

4.3 DISCUSSÕES – FASE 3

Os dados empíricos apresentados na seção anterior mostram que a decisão dos gestores de fundo de investimento apresentam algumas premissas importantes que merecem ser examinadas: (a) na perspectiva naturalística, a separação entre as etapas clássicas de formulação de problema e seleção de alternativas (escolhas) não poderiam ser claramente delimitadas (i.e. são indissociáveis); (b) a *expertise* exerceria um papel fundamental no modo como os gestores constroem significados e, portanto, tomam decisões, diferenciando o desempenho de peritos e novatos; (c) o desempenho dos peritos e novatos poderia ser explicado via constructos como auto-regulação e auto-eficácia. Tais características são hipotetizadas a seguir.

4.3.1 Pressuposto I: Sobre a formulação de problemas e a seleção de alternativas (escolhas)

Os dados empíricos aliados a literatura de tomada de decisão, em sua forma básica, tem mostrado que os processos utilizados pelos indivíduos para resolução de problemas variam em função da complexidade da tarefa e aos fatores contextuais existentes. (GORE et al., 2006).

Na perspectiva clássica, representada pelas teorias da escolha (LIPSHITZ et al., 2001; SIMON, 1956; GORE, 2004), a decisão é estruturada pela ordem racional das probabilidades: existiria uma ordem de probabilidades e que determinaria a escolha da alternativa pelo decisor (aquela que apresenta uma maior probabilidade de êxito) entre um grupo de alternativas para a solução do problema. A teoria do julgamento desenvolve uma visão onde a escolha não

ocorre pela ordem das probabilidades mas pela avaliação do indivíduo, construído por heurísticas que influenciam o processo de escolha (MINSKY, 1986; WINTERFELDT; EDWARDS, 1973).

Em situações de decisão em contextos reais onde a diferença entre opções, suas forças e fraquezas, torna-se equilibrada, o processo clássico de escolha fica mais difícil, pois as consequências da decisão desaparecem e os cursos alternativos de ação equilibram-se, tornando necessário a utilização da *expertise* e da intuição na definição do caminho a ser seguido. (GORE; SADLER-SMITH, 2011; BROWN, 2015).

Por outro lado, a perspectiva naturalística da decisão, argumenta que não existem alternativas ou escolhas a serem feitas na resolução do problema, pois a medida que o indivíduo desenvolve a compreensão do problema, ele já se compromete com uma decisão. Com isso, a decisão ou escolha é resultante da maneira como o tomador de decisão entende o problema e os objetivos relacionados ao mesmo (KLEIN, 2015a, 2015b). Neste caso, pode-se dizer que a decisão é baseada em construção de significado e não na simples escolha. Na medida que o teste cognitivo do tomador de decisão é exercitado durante as simulações mentais, o decisor constrói cenários e enriquece os padrões existentes até o nível satisfatório que compromissa uma decisão.

Na atividade crítica de gestão de fundos de investimento, discutida na seção anterior, a simulação mental “busca por desempenho”, por exemplo, exige do Gestor uma série de testes cognitivos da ação, capazes de ajudá-lo a construir a simulação sobre o desempenho do portfólio e o posterior curso de ação para atingi-lo, sem que haja a existência de alternativas. Quando o teste cognitivo não é aceito preliminarmente, o Gestor segue utilizando os aspectos de reconhecimento em busca de padrões até que consiga construir significado, mesmo que essa decisão seja contrária a maioria do mercado, ele se compromete com o curso de ação.

Dessa forma, evidencia-se que a decisão na Gestão de Fundos de Investimento em contextos reais não obedece a ordem canônica das escolhas e do julgamento, a decisão é dependente do processo de construção do problema desenvolvido pelo Gestor. O Gestor, portanto, reduz o custo cognitivo da decisão, não investindo no aprofundamento das probabilidades. Com isso, se for aceita a alternativa visualizada na fase de reconhecimento do problema, com base na *expertise* e na intuição, torna-se desnecessário a geração de cenários alternativos para aquela situação. Ou ainda, é possível afirmar que não existe escolha a ser feita nesse contexto de decisão, há apenas a definição de um curso de ação, na qual o papel da *expertise* e da intuição são essenciais. As rotinas de busca de informação (MINTZBERG;

RAISINGHANI; THEORET, 1976) são utilizadas na extensão do necessário para confirmar ou refutar um curso de ação em construção.

4.3.2 Pressuposto II: O papel da Expertise

Uma característica que, comumente, difere indivíduos peritos de novatos é o acúmulo de conhecimento em determinado campo (ERICSSON; CHARNNESS, 1994). Essa experiência ou *expertise* acumulada faz com que peritos consigam desempenhar sua atividade de forma diferenciada, perceber conexões que indivíduos novatos não conseguem e, conseqüentemente, atingir desempenho superior (CHARNESS; BOSNIAN, 1990).

Peritos podem ser identificados como tendo um variado repertório de padrões, sendo capazes de compreender sinais que são invisíveis para os novatos tendo, assim, um modelo mental sofisticado de interpretação e apresentando resiliência em adaptar-se à situações complexas e dinâmicas (CHI; GLASER; FARR, 1988).

Os principais aspectos da *expertise* podem ser considerados como (1) o reconhecimento de padrões e (2) o modelo de simulação mental utilizados pelo perito. Nesse sentido, os peritos são mais propensos a prestar atenção aos detalhes relevantes, enquanto novatos tendem a prestar atenção em tudo e, assim, tornarem-se sobrecarregados com informações ou com pistas importantes incompletas ou ainda se concentrarem em detalhes sem relevância (KLEIN, 2004). Devido a grande exposição do perito em seu *domain of expertise*, apresentam um repertório mais amplo e rico de situações semelhantes armazenadas em sua memória de longo prazo, contra as quais fazem inferências sobre o que percebem do contexto e geram simulações mentais de um potencial curso de ação antes de implementá-lo (GIGERENZER; HOFFRAGE; GOLDSTEIN, 2008).

Uma característica relevante constatada pelos Gestores de Fundos de Investimento durante análises de contexto do mercado financeiro é quando há a ausência de um evento crítico esperado (anomalia), algo que viola as expectativas (padrões), como por exemplo, distorções de preço em ações de empresas frente aos seus indicadores de desempenho. Ativos que, de acordo com seus indicadores, deveriam ter seu preço “correto” refletido no mercado e não estão. Ou ainda, ativos mal precificados ou destoantes dos preços internacionais de matérias-primas e seus reflexos na formação de custo dos ativos (contexto todo). Situações que surpreendem o gestor perito e podem ficar desapercibidas ao gestor novato (ENDSLEY, 1995).

Em contextos reais de decisão na Gestão de Fundos de Investimento, a habilidade de Gestores peritos em gerar fatos contrários às informações disponibilizadas (oportunidades, avaliação da situação e improvisações), por exemplo, desenvolver e executar estratégias opostas aos indicadores de forma consistente diferencia claramente peritos de novatos. Durante a pesquisa, gestores peritos argumentam que essa habilidade ocorre pois aprenderam a não depender demais dos indicadores. Enquanto gestores novatos entrevistados, por outro lado, pareciam ter dificuldade em imaginar um contexto financeiro diferente daquele que eles estão acostumados a ver através de indicadores (KLEIN et al., 2015).

Os aspectos e as características da *expertise* na Gestão de Fundos de Investimento, que foram desenvolvidos durante a etapa de campo do estudo, estão sumarizados e discutidos no Quadro 5.

Quadro 5 – A diferença de *expertise* entre o Perito e o Novato na Gestão de Fundo de Investimento

Aspectos de Expertise	Características da Expertise	Como ocorre na Gestão de Fundo de Investimento
(1) Reconhecimento de padrões	Padrões que novatos não percebem	♦ Gestores novatos podem ter pouca familiaridade sobre a dinâmica e sazonalidade dos mercados globais e seus reflexos na economia.
	Anomalias (eventos que não acontecem e outras violações de expectativas)	♦ Gestores novatos podem não ter uma percepção antecipada que o mercado está entrando em um "ponto de inflexão" e há "barganhas" com base em distorções de preços e análises técnicas de indicadores (Ex. Preço/Ebitda);
	O contexto inteiro (the big picture)	♦ Gestores novatos podem não possuir capacidade de assimilar informação relevante em um contexto com alto volume de dados ou contextos com dados limitados.
(2) Simulação Mental	Oportunidades e Improvisações	♦ Gestores novatos podem não ter confiança, auto-estima e apoio suficiente para desenvolver estratégias independentes, de forma consistentes, capazes de alcançar resultados diferenciados.
	Eventos que já aconteceram (passado) ou podem acontecer (futuro)	♦ Gestores novatos podem ser inábeis para acessar informações e encontrar dificuldade em fazer relações entre informações passadas e presentes.
	Ser consciente de suas próprias limitações	♦ Gestores novatos não percebem quando têm <i>tunnel vision</i> e, portanto, quando pedir ajuda.

Fonte: O autor (2017).

Estudos mostram que o tempo necessário para se adquirir *expertise*, para ser considerado um Perito em sua atividade, pode variar de forma significativa de acordo com vários aspectos, tais como, diferenças individuais em habilidades físicas, capacidade mental, tempo de prática, etc. (ERICSSON; CHARNNESS, 1994). Contudo, pesquisas em um amplo conjunto de atividades sugerem que *top performers* costumam exercer sua atividade em um mínimo de quatro horas por dia, de seis a sete dias por semana por, aproximadamente, uma

década. De qualquer forma, essa construção é muito característica do contexto e da atividade a ser analisada e, por muitas vezes, difícil de ser generalizada (HORN; MASUNAGA, 2006; REDZANOWSKI; GLUCK, 2013).

Para a Gestão de Fundos de Investimento não foi encontrada, por essa pesquisa, literatura que determine a quantidade de tempo necessário para caracterizar um perito na atividade de gestão. Contudo, tendo em vista os dados coletados, pode-se dizer que existem diferenças substanciais que especificam a linha de corte entre um Gestor novato e um perito.

A *expertise* de um Gestor perito reside, de forma resumida, na habilidade de vislumbrar cenários plausíveis, construir e implementar estratégias de investimento para seu portfólio, gerando valor para seu Fundo de Investimento ao longo do tempo. Para tanto, além de conhecimento técnico formal, é necessário analisar de forma independente os indicadores existentes, ser capaz de decidir sob pressão de tempo, situações de incerteza, ansiedade de investidores e, mesmo assim, alcançar desempenho superior (KLEIN, 2015a).

Devido aos dados coletados nas entrevistas, fica evidente o papel importante da *expertise* na Gestão de Fundos de Investimento. Como proposição dessa pesquisa, para novatos tornarem-se peritos na Gestão de Fundos de Investimento sugere-se três possíveis caminhos: (1) a prática contínua de competências essenciais, (2) investimento em treinamento formal e (3) a exposição contínua em situações desafiadoras da atividades.

Sendo que a (1) prática contínua de competências significa horas de exercício da atividade de gestão, entender detalhadamente como o mercado de ações funciona, seus influenciadores, ter capacidade de construir cenários com as informações disponíveis. A prática das competências envolve repetição e esforço, a medida que se aperfeiçoa, deve-se traçar objetivos mais desafiadores, para continuar o desenvolvimento. Por exemplo, após entender o funcionamento do mercado brasileiro, pode-se buscar informações sobre o mercado asiático, alemão, etc. Além disso, bom aconselhamento (*feedback*) também é importante, principalmente nas dificuldades e falhas, pois entendendo-se os erros pode-se corrigi-los e se aperfeiçoar. Desenvolver *expertise* através do (2) treinamento formal pode ser uma combinação entre “*book learning*” para o aprendizado de informações técnicas que irão ajudá-lo sobre informações peculiares para o desempenho da atividade de Gestão e a atividade experimental através de simuladores que reproduzem possíveis situações que ocorrem no mercado financeiro. A utilização de simuladores para o mercado acionário pode ser um ambiente onde seja possível avaliar sua propensão ou aversão ao risco de perda, sem a necessidade de ter prejuízos reais em seu portfólio. Por último, (3) a exposição contínua em situações desafiadoras, experimentar cenários de crise, é uma atividade crítica para o Gestor

desenvolver repertório de padrões, e buscar refletir sobre as lições apreendidas nessas situações, bem como construir resiliência ao longo do caminho.

Nesse sentido, com base na prática contínua dessas estratégias de desenvolvimento, pode-se sugerir, tendo como referência análises dos dados do estudo, que uma exposição diária de 5 anos em atividades de gestão de fundo de investimento, pode ser suficiente para um gestor novato alcançar o status de perito.

Com isso, portanto, podemos afirmar que um Gestor perito necessita desenvolver uma excelente habilidade de planejamento, julgamento e tomada de decisão. Para tomar decisões na atividade de Gestão de Fundo de Investimento é necessário compreender o contexto de forma correta e definir um curso de ação apropriado. As decisões estão sujeitas a vieses cognitivos. A *expertise* mitiga esses vieses e a experiência, através da prática e do treinamento formal desenvolve *expertise* e intuição necessárias para tomar decisões eficazes.

4.3.3 Pressuposto III: A Auto-regulação e a Auto-eficácia na Gestão de Fundos de Investimento

Um aspecto importante estudado a respeito da diferença de desempenho entre novatos e peritos é a utilização de heurísticas. Heurísticas, em seu conceito básico, podem ser consideradas como estratégias simplificadoras ou regras práticas que indivíduos utilizam ao tomar decisões de forma cognitiva (LOPES, 1991).

Alguns estudos postulam que Heurísticas são a base para a intuição e percebem ambos sob uma ótica positiva, na qual indivíduos podem se beneficiar ao aplicá-las em contextos reais, pois podem ser tão bem sucedidas quanto decisões feitas com base em escolhas obtidas através de laboriosas análises (SHANTEAU, 2015; GIGERENZER, 2007). Contudo, há certo ceticismo sobre a eficiência da utilização de Heurísticas, em parte devido a crença que o uso da intuição, devido a existência de erros cognitivos e vieses extremos, é prejudicial e as decisões devem ser feitas considerando, exclusivamente, evidência e análise visto que Heurísticas, necessariamente, podem levar a vieses prejudiciais aos indivíduos (GIGERENZER; HOFFRAGE; GOLDSTEIN, 2008).

Na Gestão de Fundo de Investimento, com base nas entrevistas realizadas e nos dados coletados nessa pesquisa, percebe-se a existência de intuição na construção de estratégias de investimento e, podemos inferir que os diferenciais de desempenho estão relacionados com a definição dessas estratégias as quais, conseqüentemente, se valem da intuição. Nesse sentido, a intuição é percebida nessa pesquisa como uma expressão da experiência, a medida que os

Gestores constroem padrões que os habilita a rapidamente avaliar situações e fazer decisões rápidas sem a necessidade de comparar opções. Esses padrões, por sua vez, não são meras ferramentas genéricas, são repertórios acumulados diretamente de experiências vivenciadas anteriormente. A intuição, dessa forma, vem a tona de forma positiva quanto os Gestores são suficientemente experiente para confiar nesses padrões aprendidos (KLEIN, 2004).

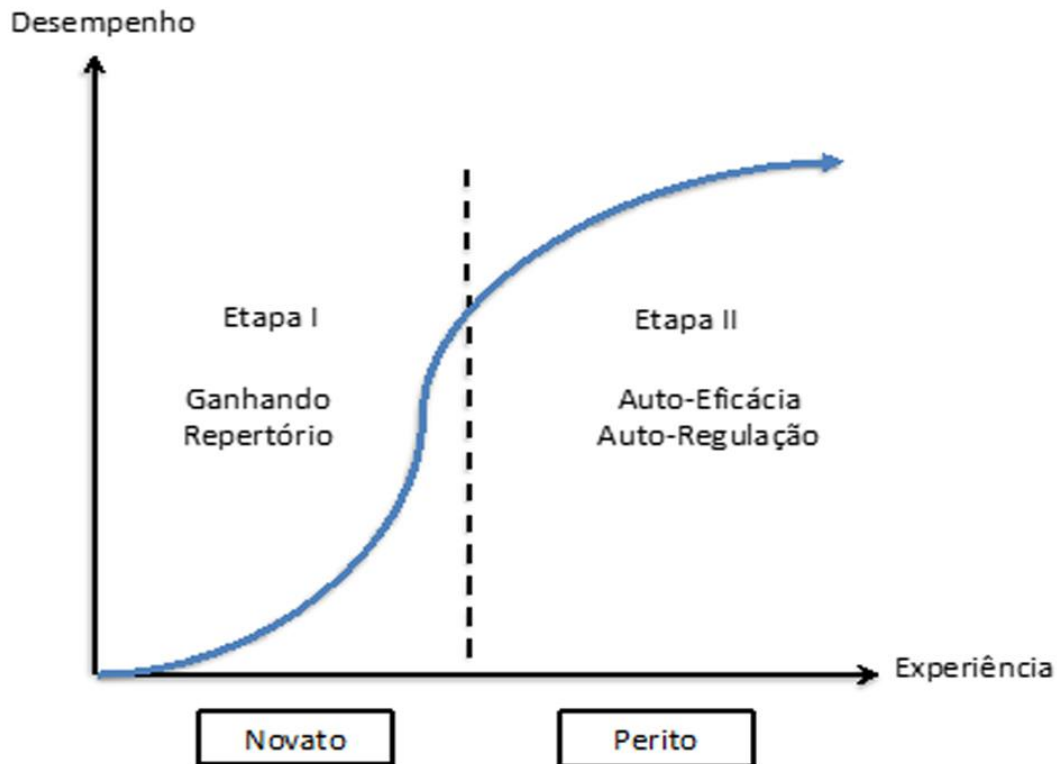
Um aspecto relevante que pode ser inferido nessa pesquisa é a eventual relação de desempenho do Gestor com o construto da auto-regulação, que caracteriza como indivíduos estabelecem, revisam seus objetivos e esforçam-se para alcançá-los, bem como o papel da crença da auto-eficácia nesse processo (BANDURA, 1991).

A Auto-Regulação pode ser definida como o processo pelo qual os indivíduos estabelecem seus próprios objetivos e, posteriormente, direcionam seus pensamentos e comportamentos para alcançar tais objetivos (ZEIDNER; BOEKAERTS; PINTRICH, 2000). Os atributos críticos relacionados a esse processo são: a auto-referência, sistemas motivacionais, quadro de metas e características cognitivas (BANDURA, 1997). A Auto-Eficácia, que faz parte do construto da Auto-Regulação, refere-se a crença do indivíduo em sua habilidade em ser eficiente em determinadas tarefas. Nesse sentido, a Auto-Eficácia postula que os seres humanos possuem capacidades auto reflexivas e auto reativas que possibilitam algum controle sobre seus pensamentos, sentimentos, motivações e ações (BANDURA, 1991, 1997).

Estudos cognitivistas sugerem que a Auto-Eficácia opera de forma consoante com o sistema de objetivos para aperfeiçoar a motivação e o desempenho através do aumento do esforço ou persistência (BANDURA, 1997). Por exemplo, um ciclo de alto desempenho no qual a Auto-Eficácia leva a adoção de metas mais ousadas, ambos, a Auto-Eficácia e os objetivos, positivamente contribuem para a motivação e o desempenho (BANDURA; LOCKE, 2003). Por outro lado, a Auto-Eficácia também pode impactar negativamente o desempenho, pois se os objetivos permanecem constantes, altos níveis de Auto-Eficácia podem criar otimismo exagerado e excesso de autoconfiança os quais levam para a redução dos níveis de recursos alocados para determinada tarefa e portanto ao decréscimo do nível de performance (LOCKE; LATHAM, 1990; VANCOUVER, 2000).

Os construtos da Auto-Regulação e da Auto-Eficácia na Gestão de Fundo de Investimento, apesar de não terem sido estudados nessa pesquisa, provavelmente podem ser relacionados ao desempenho do Gestor (VANCOUVER; KENDALL, 2006).

Figura 9 – Desempenho, experiência e auto-eficácia



Fonte: O autor (2017).

Podemos inferir, conforme a Figura 9, que a medida que o Gestor novato vai adquirindo repertório, (da Etapa I para a II) seu desempenho tende a ser cada vez mais elevado até atingir o status de perito, onde, com o passar do tempo, esse desempenho poderá não apresentar o mesmo diferencial de ganho, se estabilizar ou até mesmo perder performance conquistada nas fases iniciais.

Repertório, nessa pesquisa, pode ser considerado como um conjunto de conhecimentos formais ou vivências experimentadas ao longo do tempo capazes de proporcionar ao indivíduo atributos necessários para avaliar o contexto de forma mais eficiente (FORGAS, 1995).

Nesse sentido, o construto de Auto-Eficácia pode ser uma explicação para esse fenômeno pois (a) o estímulo de autoconfiança, (b) o comprometimento com a tarefa e (c) a força emocional podem, de alguma forma, serem desestimulados pelo Gestor dado a incerteza e a propensão ao risco existente na Etapa II. Além disso, aspectos sociais, tais como, a pressão

de perda de credibilidade se erros forem cometidos, potenciais perdas financeiras entregue aos clientes, entre outros (YEO; NEAL, 2006) podem prejudicar o desempenho na Etapa II.

4.3.4 Considerações Finais

Ao final dessa seção do estudo, sugere-se que, na gestão de fundos de investimento, as heurísticas podem afetar as decisões dos Gestores e a intuição torna-se um elemento crítico no desempenho. Os construtos de Auto-Regulação e Auto-Eficácia podem explicar diferenças entre o desempenho ao longo do tempo.

5 CONCLUSÃO

O objetivo geral dessa pesquisa foi caracterizar a tomada de decisão dos gestores de fundos de investimento de renda variável, sob a perspectiva naturalística da decisão. Nesse sentido, buscou-se, como objetivos específicos, construir um referencial teórico capaz de identificar na literatura elementos característicos da decisão naturalística e o do contexto em que ela ocorre, caracterizar a gestão de Fundo de Investimento, identificando os elementos da tomada de decisão naturalística, analisar os aspectos de reconhecimento e simulações mentais dessa decisão e, por último, explorar pressupostos teóricos de tomada de decisão naturalística à partir dos dados empíricos buscando compreender o desempenho dos Gestores de Fundos de Investimento.

A primeira fase do estudo, desenvolvido através de seis pesquisas exploratórias, aliada e triangulada com a análise de documentos e a análise de conteúdo, demonstrou que na gestão de fundos de investimento, existem diferenciais de decisão, que apesar dos processos serem estruturados, racionais e o ferramental quantitativo estar disponível a todos, há uma parte importante da decisão que reside na *expertise* do gestor. Sendo essa *expertise* atribuída ao uso da experiência e intuição em reconhecer padrões críticos, anomalias ou tipicidades que indicam a dinâmica de uma situação de decisão e definem o curso da ação.

Na segunda etapa da pesquisa, buscou-se o aprofundamento da tomada de decisão dos gestores sobre suas atividades essenciais que caracterizam essa gestão, que são a alocação de ativos e a gestão do portfólio. Para tanto, utilizou-se o protocolo CDM (*critical decision method*) para as sete entrevistas episódicas realizadas com os gestores as quais permitiram identificar as principais simulações mentais feitas por eles, sendo os extratos dessas entrevistas de CDM mapeados para o modelo RPD (*recognition-primed decision*) como referência à revisão de literatura desenvolvida sobre a perspectiva naturalística da decisão.

Na fase três, desenvolvida através da análise e discussão dos resultados obtidos no campo, à luz do referencial teórico e dos objetivos da pesquisa, pode-se inferir as seguintes proposições:

- I. *Os resultados sugerem que a gestão de fundo de investimento não obedece a ordem das escolhas, sendo assim, a expertise possui um papel determinante, principalmente, na construção de estratégias de investimento (Alocação e Gestão) de recursos.*

A decisão na Gestão de Fundos de Investimento em contextos reais pode não obedecer a ordem das escolhas e do julgamento, pois a decisão é dependente do processo de construção do problema desenvolvido pelo Gestor. O Gestor, portanto, reduz o custo cognitivo da decisão, não investindo no aprofundamento das probabilidades. Com isso, se for aceita a alternativa visualizada na fase de reconhecimento do problema, com base na *expertise* e na intuição, torna-se desnecessário a geração de cenários alternativos para aquela situação. Ou ainda, é possível afirmar que não existe escolha a ser feita nesse contexto de decisão, há apenas a definição de um curso de ação, na qual o papel da *expertise* e da intuição são essenciais.

II. Os dados demonstram que existem diferenças relevantes entre gestores novatos e peritos que impactam no desempenho, sendo o perito definido pelos repertórios de padrões adquiridos e seu modelo de simulações mentais praticadas.

Em contextos reais de decisão na Gestão de Fundos de Investimento, a habilidade de Gestores peritos em gerar fatos contrários às informações disponibilizadas (oportunidades, avaliação da situação e improvisações), por exemplo, desenvolver e executar estratégias opostas aos indicadores de forma consistente diferencia claramente peritos de novatos. Durante a pesquisa, gestores peritos argumentam que essa habilidade ocorre pois aprenderam a não depender demais dos indicadores. Enquanto gestores novatos entrevistados, por outro lado, pareciam ter dificuldade em imaginar um contexto financeiro diferente daquele que eles estão acostumados a ver através de indicadores

III. Os construtos de auto-regulação e auto-eficiência podem explicar diferenças entre o desempenho ao longo do tempo, sendo a intuição um elemento crítico na determinação do desempenho.

Na Gestão de Fundo de Investimento, percebe-se a existência de intuição na construção de estratégias de investimento e, podemos inferir que os diferenciais de desempenho estão relacionados a definição dessas estratégias as quais, conseqüentemente, se valem da intuição. Nesse sentido, a intuição é percebida nessa pesquisa como uma expressão da experiência, a medida que os Gestores constroem padrões que os habilita a rapidamente avaliar situações e fazer decisões rápidas sem a necessidade de comparar opções. Esses padrões, por sua vez, não são meras ferramentas genéricas, são repertórios acumulados diretamente de experiências vivenciadas anteriormente. A intuição, dessa forma, vem a tona

de forma positiva quando os Gestores são suficientemente experiente para confiar nesses padrões aprendidos. Os resultados da pesquisa sugerem que os construtos da auto-regulação e da auto-eficácia na Gestão de Fundo de Investimento, apesar de não terem sido pesquisados nesse estudo, provavelmente podem ser relacionados ao desempenho do Gestor.

IV. Os resultados sugerem a existência de uma linha contínua entre o caráter racional e intuitivo da decisão do Gestor de Fundo de Investimento e o seu desempenho pode ser determinado pela posição de sua decisão nesse continuum.

Na gestão de fundo de investimento, de forma especulativa, podemos considerar a tomada de decisão em uma linha contínua (*continuum*), onde em um extremo temos decisões puramente estruturadas com o uso de algoritmos rígidos para a substituição do julgamento humano e em outro extremo um ambiente intratável, sem a possibilidade de procedimentos formais, com uma tomada de decisão totalmente intuitiva. Dessa forma, podemos imaginar, na gestão de fundo de investimento, que não existe uma dicotomia entre os extremos de decisão mas uma abordagem complementar com base na *expertise* do gestor, o qual define o ponto em que a decisão será posicionada nesse *continuum* impactando, com isso, seu desempenho.

Em relação as contribuições da pesquisa, do ponto de vista acadêmico, além das proposições que são importantes indicadores pois sinalizam direções para estudos de natureza mais descritiva, uma contribuição importante desse trabalho é a caracterização da tomada de decisão do gestor de fundo de investimento, sob a perspectiva naturalística da decisão. Sob essa ótica, foi utilizado o modelo RPD para mapear as simulações mentais utilizadas pelos gestores bem como o aprofundamento de suas principais atividades, e o uso da *expertise* em contextos reais de investimentos. Adicionalmente, do ponto de vista prático o estudo oferece uma descrição dos contextos da gestão de fundos de investimento e uma caracterização de como os gestores tomam decisões. Da mesma forma, o estudo desenvolve um inventário de simulações mentais, indicações, objetivos e estratégias utilizados pelos gestores. Essa pesquisa fornece visibilidade aos processos cognitivos pertinentes a *expertise* e a relação disso com o desempenho dos gestores, até então pouco investigada.

Quanto as limitações da pesquisa e indicações para estudos futuros, pode-se dizer que existem algumas proposições para avançar a pesquisa na gestão de fundo de investimento. Primeiro, esse estudo baseou-se em uma abordagem qualitativa-exploratória, o uso da análise

de conteúdo nas entrevistas abre margem para múltiplas interpretações e categorizações. Os resultados foram construídos com base na visão, experiência e contexto dos indivíduos entrevistados, os quais são sujeitos a vieses. Estudos futuros com abordagens quantitativas correlacionais, através da definição de variáveis críticas que busquem determinar a relação causal da tomada de decisão dos Gestores com seu desempenho, podem aumentar a validade externa dessa pesquisa. Segundo, a natureza do comportamento da tarefa envolvido nesse estudo, no qual a gestão de fundo de investimento é menos dependente do esforço organizacional e mais da estratégia cognitiva do gestor. Possivelmente, essa característica seja diferente em outros contextos de trabalho, portanto, estudo futuros podem empiricamente testar os efeitos observados em outros contextos, particularmente em times, comitês ou grupos de trabalho, para examinar a extensão em que esses efeitos podem ser generalizados. Por último, os resultados desse estudo sugerem que os construtos da auto-regulação e da auto-eficácia podem ser influenciadores do desempenho ao longo do tempo com base na análise das entrevistas episódicas. Nessa ótica, estudos futuros que consigam examinar o entendimento sobre essa dinâmica de regulação dos gestores e a relação entre eficácia e desempenho, contribuiria para a expansão da compreensão dessa relação no campo.

REFERÊNCIAS

- AMER, M.; TUGRUL, U. D.; JETTER, A. A review of scenario planning. **Futures**, England, v. 46, p. 23-40, 2013.
- BANDURA, A. **Self-efficacy**: The exercise of control. New York: W. H. Freeman, 1997.
- BANDURA, A. Social cognitive theory: an agentic perspective. **Annual Review of Psychology**, Palo Alto, v. 52, p. 1-26, 1991.
- BANDURA, A.; LOCKE, E. A. Negative self-efficacy and goal effects revisited. **Journal of Applied Psychology**, Washington, DC, v. 88, p. 87-99, 2003.
- BAR, M.; KEMPF, A.; RUENZI, S. Is a team different from the sum of its parts. **Review of Finance**, England, v. 15, n. 2, p. 359-396, 2011.
- BEACH, L. R.; LIPSHITZ, R. Why classical decision theory is an inappropriate standard for evaluating and aiding most human decision-making. In: KLEIN, G. A. **Decision making in action: models and methods**. Ablex, USA: Praeger, 1993. p. 21-35.
- BERK, J.; GREEN, R. Mutual fund flows and performance in rational markets. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 112, p. 1269-1295, 2004.
- BLISS, R.; POTTER, M.; SCHWARZ, C. Performance characteristics of individual versus team managed mutual funds, **Journal of Portfolio Management**, Nova Iorque, v. 34, p. 110-119, 2008.
- BROWN, R. V. Decision science as a by-product of decision aiding: a practitioner's perspective. **Journal of Applied Research in Memory and Cognition**, Washington, DC, v. 4, n. 3, p. 212-220, 2015.
- BURTON, B. Qualitative research in finance: pedigree and renaissance. **Studies in Economics and Finance**, Charlotte, v. 24, n. 1, p. 5-12, 2007.
- BUSSE, J.; GOYAL, A.; WAHAL, S. Investing in a global world. **Review of Finance**, England, v. 18, p. 561-590, 2014.
- BUSSE, Jeffrey A.; IRVINE, Paul J. Bayesian alphas and mutual fund persistence. **The Journal of Finance**, Malden, v. 61, n. 5, p. 2251-2288, 2006.
- CANELLAS, M. C.; FEIGH, K. M. Toward simple representative mathematical models of naturalistic decision making through fast-and-frugal heuristics. **Journal of Cognitive Engineering and Decision Making**, Santa Monica, v. 10, n. 3, p. 255-267, set. 2016.
- CARHART, M. On persistence in mutual fund returns. **The Journal of Finance**, Malden, v. 52, p. 57-82, 1997.

CHARNESS, N.; BOSNIAN, E. A. Expertise and aging: life in the lab. In: HESS, T. H. (Ed.). **Aging and cognition: knowledge organization and utilization**. Amsterdam: Elsevier, 1990. p. 343-385.

CHI, M. T. H.; GLASER, R.; FARR, M. J. (Ed.). **The nature of expertise**. Hillsdale: Erlbaum, 1988.

CHRISTOFFERSEN, S. E. K.; MUSTO, D. K.; WERMERS, R. Investor flows to asset managers: causes and consequences. **Annual Review of Financial Economics**, Palo Alto, v. 6, p. 289-310, 2014.

CITROEN, C.L. The role of information in strategic decision-making. **International Journal of Information Management**, Amsterdam, v. 31, n. 6, p. 493-501, 2011.

CRANDALL, B.; KLEIN, G.; HOFFMANN, R. **Working minds: a practioner's guide to cognitive task analysis**. Cambridge: MIT Press, 2006.

CREMERS, M.; PETAJISTO, A. How active is your fund manager?: a new measure that predicts performance. **Review of Financial Studies**, Oxford, v. 22, p. 3329-3365, 2009.

CROSSAN, M. M.; APAYDIN, M. A multi-dimensional framework of organizational innovation: a systematic review of the literature. **Journal of Management Studies**, England, v. 47, n. 6, p. 1154-1191, 2010.

DRISKELL, J. E.; SALAS, E.; HALL, K. The effect of vigilant and hyper-vigilant decision training on performance. In: ANNUAL CONFERENCE OF THE SOCIETY FOR INDUSTRIAL AND ORGANIZATIONAL PSYCHOLOGY, 9., 1994, Nashville. **Proceedings...** Nashville: [s.n.], 1994.

DUGGAN, S. J.; HARRIS, D. Modelling naturalistic decision making using an artificial neural network: Pilot's responses to a disruptive passenger incidente. **Human Factors and Aerospace Safety**, Gower House, v. 1, p. 145-166, 2001.

DUNCKER, K. On problem solving. **Psychological Monographs**, Washington, DC, v. 58, n. 5, p. 1-113, 1945.

EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **The Academy of Management Review**, US, v. 14, n. 4, p. 532, out. 1989.

ENDSLEY, M. R. Toward a theory of situation awareness in dynamic systems. **Human Factors**, Texas, v. 37, n. 1, p. 32-64, 1995.

ERICSSON, K. A.; CHARNESS, N. Expert performance: its structure and acquisition. **American Psychologist**. Washington, DC, v. 49, n. 8, p. 725-747, 1994.

FERREIRA, M. A. et al. The determinants of mutual fund performance: a cross-country study. **Review of Finance**, England, v. 17, n. 2, p. 483-525, 2013.

FLICK, U. **An introduction to qualitative research**. 4. ed. London: Sage Publications, 2010.

- FORAN, J.; O'SULLIVAN, N. Liquidity risk and the performance of UK mutual funds. **International Review of Financial Analysis**, US, v. 35, p. 178-189, 2014.
- FORGAS, J. P. Mood and judgment: the affective infusion model (AIM). **Psychological Bulletin**, Arlington, v. 117, p. 39-66, 1995.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- FRAZZINI, A.; FRIEDMAN, J.; POMORSKI, L. **Deactivating active share**. Greenwich: AQR Capital Management, 2015.
- GIGERENZER, G. **Gut feelings: the intelligence of the unconscious**. New York: Viking Press, 2007.
- GIGERENZER, G.; HOFFRAGE, U.; GOLDSTEIN, D. G. Fast and frugal heuristics are plausible models of cognition: reply to Dougherty, Franco Watkins, and Thomas (2008). **Psychological Review**, Washington, DC, v. 115, p. 230-237, 2008.
- GIL, A. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2010.
- GLASER, B. G.; STRAUSS, A. L. **The discovery of grounded theory: strategies for qualitative research**. Chicago: Aldine, 2009.
- GLODE, Vincent. Why mutual funds 'Underperform'. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 3, p. 546-599, 2011.
- GORDON, S. E.; GILL, R. T. Cognitive task analysis. In: ZSAMBOK, C. E.; KLEIN, G. (Ed.). **Naturalistic Decision Making**. Dinamarca: Lawrence Erlbaum, 1997. p. 131-140.
- GORE, J. et al. Naturalistic decision making: reviewing pragmatic science. **Organization Studies**, Alberta, v. 27, n. 7, p. 925-942, 2006.
- GORE, J. Hotel managers decision making: can psychology help?. **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, Bingley, v. 7, p. 19-23, 1995.
- GORE, J. Mapping expertise in management: applied cognitive task analysis. In: BRITISH ACADEMY OF MANAGEMENT CONFERENCE, 2004, Strathclyde. **Proceedings...** Strathclyde, UK: [s.n.], 2004.
- GORE, J.; RILEY, M. Recruitment and selection in hotels: experiencing cognitive task analysis. In: MONTGOMERY, H.; LIPSHITZ, R.; BREHMER, B. (Ed.). **How professionals make decisions**. New Jersey: Lawrence Erlbaum, 2005. p. 343-350.
- GORE, J.; SADLER-SMITH, E. Unpacking intuition: a process and outcome framework. **Review of General Psychology**, Washington, DC, v. 15, n. 4, p.304-316, 2011.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings. **Journal of Business**, Peru, v. 62, n. 3, p. 393-416, 1989.

GRUNBICHLER, A.; PLESCHIUTSCHNIG, U. **Performance persistence**: evidence for the European mutual funds market. 1999. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.5119&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 05 fev. 2017.

HABABOU, M.; MARTEL, J. M. A multicriteria approach for selecting a portfolio manager. **INFOR: Information Systems and Operational Research**, Canada, v. 36, n. 3, p.161-176, 1998.

HAMISULTANE, H. Utility-based pricing of weather derivatives. **The European Journal of Finance**, United Kingdom, v. 16, n. 6, p. 503-525, 2010.

HOLLAND, J. Fund management, intellectual capital, intangibles, and private disclosure. **Managerial Finance**, Aldan, v. 32, n. 4, p. 277-316, 2006.

HORN, J.; MASUNAGA, H. A merging theory of expertise and intelligence. In: ERICSSON, K. A. et al. (Ed.). **The Cambridge handbook of expertise and expert performance**. New York: Cambridge University, 2006. p. 587-611.

HU, J. L.; YU, H. E.; WANG, Y. T. Manager attributes and fund performance: evidence from Taiwan. **Journal of Applied Finance and Banking**, Londres, v. 12, n. 4, p. 85-101, 2012.

JONES, R. C.; WERMERS, R. Active management in mostly efficient market. **Financial Analysts Journal**, Nova Iorque, v. 67, n. 6, p.29-45, 2011.

KACPERCZYK, M.; NIEUWERBURGH, S; VELDKAMP, L. Time-varying fund manager skill. **The Journal of Finance**, Malden, v. 69, n. 4, p. 1455-1484, 2014.

KAHNEMANN, D.; KLEIN, G. Conditions for intuitive expertise: a failure to disagree. **The American Psychologist**, Washington, DC, v. 64, n. 6, p. 515-526, 2009.

KAHNEMANN, D.; TVERSKY, A. **Choices, values and frames**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

KHORANA, A.; SERVAES, H.; TUFANO, P. Mutual fund fees around the world. **Review of Financial Studies**, Oxford, v. 22, p. 1279-1310, 2009.

KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. **Manias, panics and crashes**: a history of financial crises. 6. ed. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2011.

KLEIN, G. et al. An empirical evaluation of the ShadowBox training method. In: INTERNATIONAL CONFERENCE ON NATURALISTIC DECISION MAKING, 12. 2015, McLean. **Proceedings...** McLean: [s.n.], 2015.

KLEIN, G. Reflections on applications of naturalistic decisionmaking. **Journal of Occupational & Organizational Psychology**, England, v. 88, n. 2, p. 382-386, 2015a.

KLEIN, G. A naturalistic decision making perspective for studying intuitive decision making. **Journal of Applied Researching Memory and Cognition**, Washington, DC, v. 4, n. 3, p. 164-168, 2015b.

KLEIN, G. A NDM perspective on studying intuitive decision making. **Journal of Applied Research in Memory and Cognition**, Washington, DC, v. 4, p. 164-168, 2015c.

KLEIN, G. A recognition primed decision (RPD) model of rapid decision-making. In: KLEIN, G. A. **Decision making in action: models and methods**. Ablex, USA: Praeger, 1993. p. 138-147.

KLEIN, G.A. Do decision biases explain too much?. **Human Factors Society Bulletin**, Santa Monica, v. 22, p. 1-3, 1989.

KLEIN, G. **Sources of power: how people make decisions**. Cambridge: MIT Press, 1998.

KLEIN, G. **The power of intuition**. New York: A Currency Book; Doubleday, 2004.

KLEIN, G. The recognition-primed decision (RPD) model: looking back, looking forward. In: ZSAMBOK, C. E.; KLEIN, G. (Ed.). **Naturalistic Decision Making: expertise, research and applications**. Mahwah: Lawrence Erlbaum, 1997. p. 285-292.

KLEIN, G. et al. Characteristics of skilled option generation in chess. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, Duluth, v. 62, n. 1, p. 63-69, 1995.

KLEIN, G.; CALDERWOOD, R.; CLINTON-CIROCCO, A. Rapid decision-making on the fireground. In: Human Factors Society Annual Meeting, 30., 1986, Santa Monica. **Proceedings...** Santa Monica, CA: [s.n.], 1986. p. 576-580.

KLEIN, G.; MILITELLO, L. The knowledge audit as a method for cognitive task analysis. In: MONTGOMERY, H.; LIPSHITZ, R.; BREHMER, B. (Ed.). **How professionals make decisions**. New Jersey: Lawrence Erlbaum, 2004. p. 335-342.

LAMB, J. D.; TEE, K. H. Resampling DEA estimates of investment fund performance. **European Journal of Operational Research**, Amsterdam, v. 223, p. 834-841, 2012.

LANGLEY, A. In search of rationality: the purposes behind the use of formal analysis in organizations. **Administrative Science Quarterly**, Ithaca, v. 34, n. 4, p. 598-631, 1989.

LIPSHITZ, R. Converging themes in the study of decision making in realistic settings. In: KLEIN, G. A. **Decision making in action: models and methods**. Ablex, USA: Praeger, 1993. p. 103-137.

LIPSHITZ, R. et al. Taking stock of naturalistic decision making. **Journal of Behavioral Decision Making**, England, v. 14, n. 5, p. 331-352, 2001.

LIPSHITZ, R.; KLEIN, G.; CARROLL, J. S. Naturalistic decision making and organizational decision making: exploring the intersections. **Organization Studies**, Alberta, v. 27, n. 7, p. 917-923, 2006.

LOCKE, E. A.; LATHAM, G. P. Work motivation and satisfaction: light at the end of the tunnel. **Psychological Science**, Cambridge, v. 1, p. 240-246, 1990.

- LOPES, L. L. The rhetoric of irrationality. **Theory & Psychology**, England, v. 1, p. 65-82, 1991.
- MALKIEL, B. G. **A random walk down Wall Street**. 7. ed. Nova Iorque: W.W. Norton & Company, 1999.
- MALKIEL, B.G. Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. **The Journal of Finance**, Malden, v. 50, n. 2, p. 549–572, 1995.
- MINSKY, M. **The society of mind**. New York: Simon & Schuster, 1986.
- MINTZBERG, H. The manager's job: folklore and fact. **Harvard Business Review**, Boston, p.49-61, jul. 1975.
- MINTZBERG, H.; RAISINGHANI, D.; THEORET, A. The structure of “unstructured” decision processes. **Administrative Science Quarterly**, Ithaca, v. 21, n. 2, p. 246–275, 1976.
- MONTGOMERY, Henry. Decision rules and the search for a dominance structure: Towards a process model of decision making. **Advances in psychology**, Washington, DC, v. 14, p. 343-369, 1983.
- MONTGOMERY, H. From cognition to action: the search for dominance in decision making. In: MONTGOMERY, H.; SVENSON, O. (Ed.). **Process and structure in human decision making**. New York: Wiley, 1989. p. 471-483.
- MOON, Y.; YAO, T. A simple robust mean absolute deviation model for port-folio optimization. **Computers and Operational Research**, US, v. 38, n. 9, p. 1251-1258, 2011.
- MOSIER, K. L. Expert decision-making strategies. In: INTERNATIONAL SYMPOSIUM ON AVIATION PSYCHOLOGY, 6., 1991, Columbus. **Proceedings...** Columbus, OH: The Ohio State University, 1991.
- NOBLE, D. **Application of a theory of cognition to situation assessment**. Vienna: Engineering Research Associates, 1989.
- OGUZSOY, C. B.; GÜVEN, S. Robust portfolio planning in the presence of market anomalies. **Omega**, US, v. 35, n. 1, p. 1-6, 2007.
- ORASANU, J.; CONNOLY, T. The reinvention of decision making. In: KLEIN, G. A. **Decision making in action: models and methods**. Ablex: Praeger, 1993. p. 03-20.
- PENNINGTON, N.; R. HASTIE. Evidence evaluation in complex decision making. **Journal of Personality and Social Psychology**, Washington, DC, v. 51, p. 242-258, 1993.
- RANDEL, J. M. et al. **Methods for analysing cognitive skills for a technical task**. San Diego: Personnel Research and Development Centre, 1994.
- REDZANOWSKI, U.; GLÜCK, J. Who knows who is wise?: self-ratings and peer-ratings of wisdom. **The Journals of Gerontology, Series B: Psychological Science**, Washington, DC, v. 68, p. 391-394, 2013.

REUTER, J.; ZITZEWITZ, E. **How much does size erode mutual fund performance?: a regression discontinuity approach.** 2013. Disponível em: <http://www.babson.edu/Academics/centers/cutler-center/Documents/Eric_Zitzewitz_paper.pdf>. Acesso em: 05 fev. 2017.

ROTH, E. M. **Field observation methods for cognitive task analysis.** CTA Resource Web Seminar, 2002. Disponível em: <<http://ctaresource.com>>. Acesso em: 06 jul. 2016

SALAS, E.; KLEIN, G. Expertise and naturalistic decision-making: an overview. In: SALAS, E.; KLEIN, G. (Ed.). **Linking expertise and Naturalistic Decision Making.** Lawrence Erlbaum: Psychology Press, 2001. p. 03-08.

SAMPIERI, R.; COLLADO, C.; LÚCIO, P. **Metodologia de pesquisa.** São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SANTOS, J. L. S.; MALDONADO, M. U.; SANTOS, R. N. M. Inovação e conhecimento organizacional: um mapeamento bibliométrico das publicações científicas até 2009. **Organizações em contexto**, São Bernardo do Campo, v. 7, n. 13, p. 31-58, 2011.

SCHRAAGEN, J. M.; KLEIN, G.; HOFFMANN, R. The macrocognition framework of naturalistic decision making. In: MILITELLO, L.; LIPSHITZ, R. **Naturalistic decision making and macrocognition.** Ashgate, UK: NDM and Macrocognition, 2008. p. 3-27.

SHANTEAU, J. Why task domains (still) matter for understanding expertise. **Journal of Applied Research in Memory and Cognition**, Washington, DC, v. 4, n. 3, p. 169-175, 2015.

SIMON, H. A rational choice and the structure of the environment. **Psychological review**, Washington, DC, v. 63, n. 2, p. 129-138, mar. 1956.

SIMON, H. A. A behavioural model of rational choice. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 69, p. 99-118, 1955.

SWITZER, L.; HUANG, Y. How does human capital affect the performance of small and mid-cap mutual funds? **Journal of Intellectual Capital**, Bingley, v. 8, n. 4, p. 666-681, 2007.

THOMA, V. et al. Good thinking or gut felling?: cognitive reflection and intuition in traders, bankers and financial non-experts. **Plos One**, San Francisco, v. 10, n. 4, p. 1-17, 2015.

VANCOUVER, J. B. Self-regulation in industrial/organizational psychology: a tale of two paradigms. In: BOEKAERTS, M.; PINTRICH, P. R.; ZEIDNER, M. (Ed.). **Handbook of self-regulation.** San Diego: Academic Press, 2000. p. 303-341.

VANCOUVER, J. B.; KENDALL, L. N. When self-efficacy negatively related to motivation and performance in a learning context. **Journal of Applied Psychology**, Washington, DC, v. 91, p. 1146-1153, 2006.

WINTERFELDT, D.; EDWARDS, W. **Flat maxima in linear optimization models (Tech. Rep. 011313-4-T).** Ann Arbor: University of Michigan Engineering Psychology Laboratory, University of Michigan, 1973.

- YATES, F. Outsider impressions of naturalistic decision making. In: SALAS, E.; KLEIN, G. (Ed.). **Linking expertise and Naturalistic Decision Making**. Lawrence Erlbaum: Psychology Press, 2001. p. 9-33.
- YEO, G. B.; NEAL, A. An examination of the dynamic relationship between self-efficacy and performance across levels of analysis and levels of specificity. **Journal of Applied Psychology**, Washington, DC, v. 91, p. 1088-1101, 2006.
- YIN, R. K. **Estudos de Caso: planejamento e métodos**. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- YUEN, F. L.; YANG, H. Optimal asset allocation: A worst scenario expectation approach. **Journal of Optimization Theory and Application**, US, v. 153, n. 3, p. 794-811, 2012.
- ZEIDNER, M.; BOEKAERTS, M.; PINTRICH, P. R. Self-regulation: directions and challenges for future research. In: BOEKAERTS, M.; PINTRICH, P. R.; ZEIDNER, M. (Ed.). **Handbook of self-regulation**. San Diego: Academic Press, 2000. p. 750-768.
- ZSAMBOK, C. E. NDM: where are we now?. In: ZSAMBOK, C. E.; KLEIN, G. (Ed.). **Naturalistic Decision Making**. Dinamarca: Lawrence Erlbaum, 1997. p. 03-16.

APENDICE A – CARTA DE APRESENTAÇÃO DO PESQUISADOR



Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
PÓS-GRADUAÇÃO

Porto Alegre, Brasil, 28 de julho de 2015.

CARTA DE APRESENTAÇÃO DE PESQUISADOR

Prezado Senhor(a),

Ao cumprimentá-lo(a), apresento-lhe o aluno de pós-graduação **RAFAEL DISCONZI RODRIGUES**, do curso de Mestrado em Administração e Negócios da PUCRS, que desenvolve pesquisa na área de tomada de decisão de gestores de fundos de investimento de renda variável na escolha de portfólios de ações em empresas gestoras de recursos de terceiros.

Nesse sentido, gostaríamos de convidá-lo(a) a participar deste estudo, que possibilitará conhecer de modo mais aprofundado e científico a dinâmica das decisões relativas à composição de produtos de investimentos de renda variável, sobretudo no que se refere ao desempenho das carteiras bem como a gestão de riscos. Estamos certos de que os resultados desse estudo poderão contribuir futuramente com sua empresa.

Solicitamos, dessa forma, sua colaboração no sentido de conceder entrevista a ser agendada de acordo com sua disponibilidade. Garantimos que todos os cuidados éticos e preservação de fontes serão observados e combinados diretamente com o senhor(a) caso haja interesse em participar desse estudo.

Maiores esclarecimentos poderão ser obtidos com o próprio aluno (email: rafael.disconzi@acad.pucrs.br ou telefone: +55-51-9905-2022) , ou com a minha pessoa, pelo e-mail ehenriqson@pucrs.br , ou pelo telefone +55-51-3320-3524.

Contando com sua importante colaboração, desde já agradeço.

Cordiais saudações,

Prof. Dr. Eder Henriqson
Orientador da Dissertação de Mestrado
Professor Permanente do PPGAd/PUCRS – <http://www.pucrs.br/ppgad>

APENDICE B – TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO



Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
PÓS-GRADUAÇÃO

TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO

Projeto de Pesquisa: Tomada de Decisão dos Gestores de Fundos de Investimento de Renda Variável na escolha de um portfolio de ações sob a ótica naturalística da decisão.

Instituição: Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul - PUCRS - Mestrado em Administração de Negócios

Pesquisador: Rafael Disconzi Rodrigues E-mail: rafael.disconzi@acad.pucrs.br

Orientador: Eder Henriqson E-mail: ehenriqson@pucrs.br

Prezado(a) Senhor(a):

Você está sendo convidado a participar como informante de uma pesquisa científica de forma totalmente voluntária. Antes de concordar em participar das atividades, é muito importante que você compreenda as informações e instruções contidas neste documento. O pesquisador esclarecerá todas as suas dúvidas antes que você decida participar. Você tem o direito de desistir de participar da pesquisa a qualquer momento, sem nenhum ônus.

Objetivo do estudo: Caracterizar os elementos em que se baseia a tomada de decisão de Gestores de Fundos de Investimento em Renda Variável na escolha de um portfolio de ações sob a ótica naturalística da decisão.

Sigilo: As informações fornecidas por você serão tratadas como confidenciais. Os participantes da pesquisa não serão identificados em nenhum momento, mesmo quando os resultados da pesquisa forem divulgados em qualquer forma.

Da garantia de esclarecimento e acesso à informação: É garantido ao participante tomar conhecimento e obter informações, a qualquer tempo, dos procedimentos e métodos utilizados neste estudo, bem como dos resultados parciais e finais desta pesquisa. Para tanto, o pesquisador responsável poderá ser contatado a qualquer momento.

Eu _____ declaro que obtive todas as informações necessárias e esclarecimentos quanto às dúvidas por mim apresentadas e, por estar de acordo, assino o presente documento em duas vias de igual conteúdo e forma, ficando uma em minha posse.

() Autorizo gravar entrevistas.

() Não autorizo gravações de qualquer tipo.

Porto Alegre, ____ de _____ de 2015.

Pesquisador Responsável

Participante da Pesquisa

APÊNDICE C – QUADRO-SÍNTESE FASE 1 DA PESQUISA

Perfil do Entrevistado / Variáveis Estudadas	ANÁLISE DE CONTEÚDO DE 1ª ORDEM						Síntese
	Entrevistado 1: Homem, 45 anos, 20 anos de experiência, pós-graduação	Entrevistado 2: Homem, 60 anos, 35 anos de experiência, pós-graduação	Entrevistado 3: Mulher, 49, anos, 28 anos de experiência, pós-graduação	Entrevistado 4: Homem, 35 anos, 17 anos de experiência, pós-graduação	Entrevistado 5: Homem, 40 anos, 23 anos de experiência, pós-graduação	Entrevistado 6: Homem, 52 anos, 31 anos de experiência, pós-graduação	
(1) O que caracteriza a gestão de fundo de investimento?	Complexidade da gestão, dada a qtd de variáveis existentes. Por outro lado existem diferenciais de sucesso em decisões exitosas.	Possui visão de longo prazo, no conceito de que ao se adquirir ações, está se adquirindo sociedade em empresas.	A gestão caracteriza-se por ser feita de forma analítica, estruturada, com base em dados e informações consistentes.	Trata-se de uma gestão difícil, pois é um mercado incipiente, o mercado de capitais no Brasil é relativamente pequeno e há necessidade de uma maior governança por parte das empresas.	Potencial de ganho rápido e significativo, os participantes devem ter perfil aderente ao risco e possuir visão de longo prazo.	A principal característica é a complexidade da Gestão, pois demanda a necessidade de compreensão do cenário macroeconômico, do contexto de negócio da empresa e as relações existentes.	
(2) Qual é o perfil do cliente?	20% pessoas físicas, 40% estrangeiros e 40% institucionais	50% pessoas físicas, 10% estrangeiros e 40% institucionais	85% pessoas físicas, 5% estrangeiros e 10% institucionais	10% pessoas físicas, 10% estrangeiros e 80% institucionais	20% pessoas físicas, 40% estrangeiros e 40% institucionais	15% pessoas físicas, 70% estrangeiros e 15% institucionais	
(3) Qual é o papel do Gestor do Fundo de Investimento?	Maximizar o potencial de retorno do capital de seus clientes	Desenvolver a estratégia para o investimento do capital, com o objetivo de longo prazo. Buscar entender o negócio e sua sazonalidade e não ter medo de se arriscar quando o cenário for incerto.	O papel do Gestor é identificar tendências, construir padrões e ter coragem para tomar a decisão de "venda e compra", buscando rentabilizar o investidor de forma constante.	O Gestor é um interposto entre o investidor e o investimento. Busca fechar a lacuna de conhecimento e informações existentes.	O gestor busca estruturar a estratégia dos investimentos e atender as expectativas de seus clientes.	Reduzir a quantidade de erros, pois a maioria das decisões erradas estão em erros recorrentes. Dado que o mercado é cíclico, evitar os erros passados na identificação de padrões de alta e baixa no mercado é crítico para o Gestor.	
(4) Quais são os principais riscos envolvidos na decisão desse Gestor?	Trazer prejuízo "constante" aos investidores, através de decisões equivocadas.	Fazer escolhas erradas, causando prejuízo financeiro e perder a confiança de seus clientes.	Perder credibilidade junto a seu cliente.	O principal risco é decidir influenciado por vieses comportamentais, perturbações temporárias e influências psicológicas.	Tomar decisões erradas que fazem seus clientes perderem credibilidade e o gestor e sacarem seus recursos.	Não construir/ desenvolver/ amadurecer "suficientemente" a decisão antes de tomá-la e ter o sentimento posterior de que poderia ter decidido de forma diferente.	
(5) As decisões são estruturadas? Os Gestores possuem um processo formal de decisão?	Sim, existe um processo formal de tomada de decisão, existem políticas, regulamentos e guidelines a serem seguidos pelos Gestores	Sim, existe um processo formal de decisão, onde a estratégia é definida por um Conselho de Administração e o Gestor garante e executa a decisão.	Sim, há um processo formal de decisão, a análise identifica a oportunidade, vista a empresa, faz reuniões e apresenta para o Gestor e, se for o caso, é levado ao Comitê para discussão e aprovação.	Sim, existe um processo formal de decisão onde um fluxo decisório é estabelecido e as etapas são seguidas.	Sim, as decisões são construídas aos poucos de acordo com os dados externos e as análises desenvolvidas. A responsabilidade de desenvolver a estratégia é do Gestor.	Sim, temos um fluxo de construção da estratégia que passa por várias etapas de análise, discussão e definição. Ao final, com base nas informações, cabe ao Gestor definir o curso de ação.	
(6) Existe a possibilidade da decisão dos Gestores não seguirem os guidelines estabelecidos?	Sim é possível, porém não é provável. Pois o Gestor procura construir sua tese de investimento seguindo as etapas estabelecidas pela política, pois facilita a explicação posterior dos argumentos e estratégias de atuação.	Sim, o Gestor possui 5,0% do patrimônio da Carteira sob gestão de flexibilidade para operar sem a autorização formal do Conselho. Entretanto, essas ações devem ser estruturadas pelo Gestor ao Conselho.	Caso o Gestor esteja convicto sobre uma nova oportunidade, e caso o montante de investimento for maior que o estipulado em seu Mandato de Gestor, deve chamar uma reunião extraordinária para deliberação. O Gestor possui autonomia de decisão sobre até 10% do patrimônio sob gestão, porém isso difilmente ocorre. As decisões são colegiadas.	Sim existe, porém o Gestor costuma ajustar sua estratégia de investimento com os demais membros da equipe no sentido de alinhar as informações e expectativas existentes com todos.	A possibilidade existe, mas é pequena pois o Gestor procura discutir com o Comitê e ponderar sobre os caminhos a seguir dentro daquilo que está na política. Exceções acontecem quando o oportunidade de ganho é rápida e os valores não são representativos da carteira total.	As decisões são feitas em grupo e após muita discussão. A equipe de análise argumenta, o Comitê pondera e o Gestor possui a palavra final. Decisões de investimento que não seguem esse fluxo são excessas mas em oportunidades rápidas acontecem e o Gestor tem autonomia para decidir de forma diferente e ter a capacidade de defender essa posição em cenários de crise.	
(7) As decisões dos Gestores são auditadas?	Sim, antes das decisões são realizadas reuniões onde a estratégia é construída e definida por um Comitê e formalizado uma Ata. Embora o Gestor é o principal formador de opinião.	Sim, após a reunião com o Conselho é gerado um documento com a formalização da estratégia e o curso de ação. Tanto para compra de ações quanto para venda.	Sim, as estratégias definidas são acordadas nas reuniões do Comitê de Investimento e executadas pelo Gestor.	Sim, é produzida uma Ata com a justificativas das escolhas tomadas e, se for o caso, os eventuais pontos de inflexão e ajustes dessa estratégia em cenários diferentes daqueles previstos inicialmente (plano B).	Sim, existe uma formalização da política do voto e as opiniões são registradas e arquivadas para serem apresentadas nos encontros com os clientes.	Sim, temos um "record" de como foram feitas as decisões e em que cenário de mercado foram desenvolvidas as estratégias e os votos do comitê.	
(8) Como conciliar decisões conflitantes, por exemplo, "risco versus rentabilidade"?	As decisões são satisfatórias e não ótimas, pois o Gestor busca o melhor resultado dado o cenário existente, o momento de mercado e a liquidez do Fundo (necessidade ou não de captar novos clientes).	A construção da estratégia é desenvolvida pela discussão entre os membros do Comitê o qual tem a última palavra sobre cada ponto de conflito. Normalmente, chega-se ao consenso, caso contrário é votação da maioria.	Através de uma decisão colegiada, conseguimos convergir para o senso comum, isto é, buscamos através da argumentação e posicionamento individual dirimir eventuais desavenças de pensamento.	Com base na construção de decisões colegiadas, onde existe espaço para cada membro junto com o Gestor possam discutir e deliberar o rumo da ação a seguir.	Criamos um ambiente de "pensadores independentes" que exigem o questionamento de ideias, como essa construção conseguimos desenvolver uma visão comum e dirimir conflitos.	Não temos preocupação com o conflito, buscamos rentabilizar os recursos de nossos investidores com base em nossa política de investimento e visão dos negócios. Se temos construção do caminho a seguir vamos até o final. Como trabalhamos em Comitê a decisão é alinhada entre todos.	
(9) Por que alguns Gestores conseguem melhor desempenho que outros?	Por possuírem uma equipe experiente e multidisciplinar, ter convicção na tomada de decisão, possuir clientes com visão de longo prazo e ter sorte.	O gestor de sucesso, que alcança resultados consistentes constantemente, deve pensar de forma independente, ser intuitivo e ter disciplina na execução de sua estratégia.	Por que têm vocação (saber entrar e sair do ativo) para a atividade de Gestão de Fundos e possuem uma intuição bem desenvolvida para identificar oportunidades.	Gestores de investimentos, por natureza, são propensos ao risco e sabem identificar ativos de riscos que possam trazer altos retornos para sua carteira. Acredito que o sucesso está em ter essa percepção e seguir atrás dela.	Por que alguns possuem mais experiência que os outros, ou seja, possuem um "estoque" de erros e acertos acumulados que aliado ao processo de pesquisa do negócio constitui vantagem competitiva.	Porque possuem capacidade de análise (financeira e do negócio), possuem "sangue-frio" em situações de crise e uma rede de relacionamento eficiente para antecipar pontos de inflexão.	

**APÊNDICE D – QUADRO-SÍNTESE EXEMPLIFICANDO ENTREVISTA
EPISÓDICA REALIZADA DURANTE A FASE 2 DA PESQUISA COM BASE NO
PROTOCOLO DE *CRITICAL DECISION METHOD* (CDM)**

CRITICAL DECISION METHOD (CDM)

Perfil do Entrevistado / Variáveis Estudadas

Entrevistado 1: Homem, 48 anos, 30 anos de experiência, pós-graduação

Etapa 1: Identificação do Episódio

1- Em sua experiência como Gestor de FI, qual foi a tomada de decisão + difícil que você enfrentou?	As decisões difíceis constituem mais um contexto do que uma questão pontual. O reconhecimento e a compreensão da evolução de um portfólio de ações em termos de (1) desempenho, (2) condições de mercado e (3) momento de compra/venda de ativos constituem situações difíceis de decisão.
2- Por que essa decisão é considerada difícil?	Toda decisão de compra e/ou venda de ativo é difícil, pois abrange aspectos quantitativos e específicos da empresa e do mercado, com julgamento e intuição do Decisor. A dificuldade dessa decisão muda de patamar em situações de crise, onde o aspecto psicológico dos participantes tende a prevalecer nas decisões.
3- Essa tomada de decisão poderia ter sido antecipada?	Existem alguns indicadores-padrão que precisam ser monitorados, mas a decisão final é do Gestor. O objetivo é tentar identificar, no mercado de ações, fenômenos e pontos de inflexão que tragam volatilidade antes da maioria, isto é, a percepção de que algumas ações estão mais baratas do que o mercado está precificando e papéis muito caros que devem ser vendidos rapidamente.
4- Como sua experiência influenciou na definição do curso de ação?	Acredito que minha exposição média diária de 12 horas durante 30 anos ao mercado de ações me ajudaram a identificar padrões de cenários favoráveis e anomalias, isto é, questões simples como o equilíbrio entre risco e retorno do portfólio, barganhas no mercado e eventuais sazonalidades políticas e econômicas existentes. Com isso sinto-me mais apto a estruturar estratégia de atuação e entregar resultados.

Etapa 2: Aprofundamento Progressivo

5- Que informações você utilizou e como as usou para fazer o julgamento e tomar a decisão?	Quando sou exposto a uma decisão de compra de determinada ação e/ou setor que tenho familiaridade, com base no preço que aquela empresa está valendo no mercado, consigo dizer que alguma coisa não está correta. Analiso a tendência de compra e venda, as previsões para o setor, o desempenho da gestão da empresa e condições globais. Além disso, procuro pensar cenários de forma independente sobre o que está sendo apresentado e buscar conexões com o passado para refletir o futuro. Quando tenho a visão clara, a estratégia está pronta para seguir em frente e executar.
6- Existiam outras opções? Quais os cursos de ação foram considerados? Como foram construídos e como foi decidido?	A medida que começo a refletir sobre aquela realidade e gerar cenários alternativos, aquilo que não faz sentido no meu ponto de vista automaticamente descarto. Ficando no final com apenas uma opção. Isso acontece quase de forma automática. É como colocar um tigre de cereal sem leite. Com certeza alguém pode vir, comer e gostar. Porém eu sei que o cereal com leite e açúcar é melhor e intuitivamente alguns morangos podem realçar o sabor e a experiência. Para um Gestor de FI essa <i>big picture</i> é fundamental.
7- Você imaginou possíveis consequências de suas ações?	Sim, quando defino com o cliente seus objetivos (aumento de capital, geração de renda ou os dois) tenho clareza do que buscar. Quando inicio o processo de tomada de decisão, com isso em mente, tento procurar alternativas que tragam essas consequências, caso contrário, descarto.
8- O quão pressionado pelo tempo você foi para tomar a decisão?	O tempo é inimigo daqueles que pensam de forma independente. O objetivo é se antecipar à maioria através de uma estratégia consistente. Quando a informação é publicada, vira notícia velha. A vantagem competitiva está em identificar aquilo que é sinal em meio a uma avalanche de informações disponíveis na indústria financeira, muitas vezes, construídas por analistas e gestores de empresas.
9- Você utilizou alguma referência ou <i>guidance</i> para decidir?	Obviamente existem uma série de indicadores que são obrigatórios para se avaliar e tomar a decisão mais consistente, da mesma forma, o regulamento do Fundo, além do uso da experiência.

Etapa 3: Diferenças entre Iniciantes e Proficientes

10- Se um Gestor iniciante estivesse enfrentando essa situação, que tipos de erros ele cometeria?	Gestores iniciante não conseguiriam de forma completa entender as variáveis que influenciam os mercados, devido a grande quantidade de informações disponíveis, conhecer recursos apropriados para estabelecer a condição existente no mercado e a economia mundial, de manda experiência para estabelecer uma pré-condição e uma rede de relacionamento na indústria capaz de proporcionar insights e ideias.
11- O Gestor iniciante teria percebido o mesmo que você na análise e no desenvolvimento do curso de ação?	Profissionais menos experientes não saberiam quando tivessem uma "tunnel vision" e portanto não saberiam quando procurar por ajuda. Da mesma forma, a experiência em entender a necessidade e gerenciar as expectativas dos clientes demandam experiência, principalmente, em cenários de crise. Por último, a clareza e a convicção na decisão em cenários turbulentos exigem repertório de decisão vivenciados anteriormente.
12- Que tipo de treinamento seria importante para esse tipo de situação?	Acredito que os Gestores novatos contribuem para uma visão fresh da situação ao contrário das heurísticas de decisores "experientes", porém o aumento da exposição dos novatos em situações desafiadoras é fundamental para o desenvolvimento de repertório e de geração de alternativas para o curso de ação.