

**CENTRO UNIVERSITÁRIO ALVES FARIA - UNIALFA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO STRICTO SENSU
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

MARCO AURELIO HARBICH SAMPAIO

**ADEQUAÇÃO DOS PERFIS DE RISCO ÀS ALOCAÇÕES DOS ATIVOS
FINANCEIROS DOS INVESTIDORES GOIANOS, DO SEGMENTO PRIVATE.**

Goiânia

2018

MARCO AURELIO HARBICH SAMPAIO

**ADEQUAÇÃO DOS PERFIS DE RISCO ÀS ALOCAÇÕES DOS ATIVOS
FINANCEIROS DOS INVESTIDORES GOIANOS, DO SEGMENTO PRIVATE.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Ladvocat

Goiânia

2018

RESUMO

Ao decorrer do tempo, os consultores de investimentos têm buscado maior interesse no comportamento dos investidores, principalmente na tomada de decisões e tolerância ao risco. Dado isso, esta pesquisa tem como objetivo geral avaliar a adequação do processo de tomada de decisão sobre a alocação de ativos financeiros por investidores goianos, especialmente no que diz respeito à compatibilidade destas alocações com o perfil de risco. A metodologia utilizada foi a estatística descritiva, onde foi realizada uma entrevista pessoal com 100 investidores que possuem aplicações financeiras à partir de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais). Nesta entrevista foi utilizado o questionário para o levantamento de perfil de risco de cada investidor. Os aspectos estudados foram gênero, idade, nível de formação, nível profissional e tolerância ao risco. Como resultado, observou-se que 55% dos investidores pesquisados estavam com os seus investimentos realizados de forma incoerente com o seu perfil de risco, devido indicações.

Palavras-chave: Investimentos. Alocação de ativos. Administração. Finanças Comportamentais.

SUMÁRIO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO	1
INTRODUÇÃO.....	6
1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	9
1.1 <i>PRIVATE BANKING</i>	9
1.1.1 Segmento Private no Mundo	10
1.1.2 Segmento Private no Brasil	14
1.2 TEORIA DE CARTEIRAS	16
1.2.1 Reta de mercado de Títulos - SML	18
1.2.2 Conceito de alocação de ativos	20
1.2.3 Processo de Alocação de Carteiras.....	22
1.3 EVOLUÇÃO DA AVERSÃO AO RISCO.....	23
1.5.1 Fundo Garantidor de Crédito – FGC.....	32
1.6. FINANÇAS COMPORTAMENTAIS.....	34
1.7 HEURÍSTICAS	39
1.7.1 Heurística da Disponibilidade	39
1.7.2 Heurística da Representatividade.....	40
1.7.3 Heurística do Afeto	41
1.7.4 Heurística da Ancoragem	41
2 METODOLOGIA	43
2.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	43
2.2 CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO	45
2.3 INSTRUMENTOS DE AVALIAÇÃO DO PERFIL DO INVESTIDOR	45
3 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	47
3.1 RESULTADOS DA PESQUISA.....	47

CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	53
ANEXO 1: QUESTIONÁRIO <i>SUITABILITY</i>	59

INTRODUÇÃO

Os estudos dos aspectos comportamentais em finanças se tornaram uma vertente consistente de pesquisa em que princípios psicológicos são buscados na tentativa de explicar fatores que interferem diretamente e indiretamente na decisão individual e, conseqüentemente, na decisão de alocação dos ativos financeiros. Conforme Ávila *et al.* (2016), observou que existem poucos estudos brasileiros focados em fenômenos comportamentais e seus impactos nas alocações de ativos. Na teoria de finanças comportamentais, o investidor aloca seus recursos com o objetivo de otimizar seus ganhos, pois há um entendimento dos riscos envolventes na operação (MACEDO, *et al.*, 2017).

O processo de alocação de ativos é empregado para descrever a estratégia de gestão de recursos financeiros que designa como o capital deve ser distribuído dentro de uma carteira de investimentos. O intuito da alocação de ativos é otimizar o *mix* dos investimentos em diferentes classes de ativos, maximizar o retorno da carteira de investimentos, minimizando o risco potencial, com base no quadro pessoal do investidor de tempo de investimento, tolerância ao risco e metas de investimento de longo prazo. O conjunto destas variáveis define o perfil do investidor. (NOFSINGER, 2006).

O processo de alocação de ativos envolve identificar o perfil do investidor e as condições econômicas, o mercado, a política de governo e influência política. Desta forma, o profissional de investimentos poderá alocar os recursos do investidor de forma mais adequada. Ainda conforme Nofsinger (2006), a emoção e os vieses comportamentais interferem em uma decisão centrada na racionalidade, onde afeta as decisões financeiras.

De acordo com Nascimento *et al.* (2011), o investidor tomará suas decisões de investimentos baseadas nos objetivos de retorno e seus respectivos riscos. Entende-se como risco a incerteza, ou seja, a possibilidade de uma perda financeira.

Conforme Shefrin (2010), a teoria de finanças comportamentais estuda como o lado financeiro do comportamento humano pode ser entendido através da psicologia. Kahneman e Tversky (2005) publicaram o primeiro estudo sobre finanças comportamentais o comportamento dos investidores mediante a tomada de decisão. A partir deste estudo, foi-se criada a Teoria do Prospecto, onde a sensibilidade da

perda, por parte do investidor, é mais sentida vis-à-vis os benefícios trazidos pelos lucros.

Para corroborar com a Teoria do Prospecto, foram publicados muitos estudos sobre o assunto, tais como: Bondt e Thaler (1985), Shefrin e Statman (1985), Conlisk (1996), Odean (1998), Thaler (1999), Shefrin e Statman (2000), Halfeld e Torres (2001), Kimura (2003), Lima (2003), Ferreira e Yu (2003), Yoshinaga et al (2008). Estes estudos apontaram que fatores psicológicos influenciam nas tomadas de decisões e rejeitam a Teoria de Hipótese do Mercado Eficiente.

Devido à tendência e necessidade do entendimento do modo de raciocínio do investidor, onde, conforme Ávila *et al* (2016), pode promover uma vantagem competitiva com estratégias específicas, formou-se pergunta norteadora deste estudo é: o investidor goiano, do segmento *private* (clientes com investimentos financeiros a partir de R\$1.000.000,00), aloca seus recursos financeiros conforme seu perfil de tolerância de risco?

O instrumento utilizado para realizar o levantamento de perfil do investidor foi o questionário *suitability* (anexo I), onde verifica a adequação dos investimentos pretendidos pelo investidor. Portanto, à partir da análise das respostas do investidor ao questionário *suitability*, a alocação de ativos deve ser realizada conforme o seu perfil de risco de investimento.

O levantamento do perfil do investidor é o ato de coletar todas as informações do cliente, com o objetivo de verificar o momento atual deste. Este levantamento está diretamente ligado às finanças comportamentais, pois a decisão de investimentos pode ser alterada conforme a necessidade de recursos do investidor, tolerâncias de risco e liquidez. À partir do momento que um investidor tem a racionalidade de assumir riscos, pode-se entender quais são as suas preferências e objetivos dentro de tomadas de decisões para a formação de carteira de investimentos. Com as informações do cliente, coletadas de forma correta pelo profissional do mercado financeiro, os recursos do investidor podem ser aplicados corretamente e, assim, terá uma maior chance de atingir seus objetivos e evita de o cliente sentir o viés do arrependimento.

Esta pesquisa visa delinear as características dos investidores classificados como *private*, da cidade de Goiânia, com o objetivo de verificar se os seus recursos financeiros estão alocados conforme às suas tolerâncias de risco mencionadas no questionário *suitability*. Os fatores observados buscam verificar a disposição que o(a)

investidor(a) tem para tomar uma posição de risco pode estar relacionada principalmente com o gênero, idade, formação, origem do dinheiro.

Por exemplo, as diferenças em preferências de risco poderiam ser um fator contributivo do já conhecido *gap* salarial entre os gêneros, comportamento de um gênero ou outro no ambiente competitivo (GNEEZY *et al.*, 2003; GNEEZY; RUSTICHINI, 2004) e as diferenças nas escolhas das carreiras (DOHMEN; FALK, 2006). De acordo com Persico (2004), o impacto das idades implica no aumento do conservadorismo financeiro perante a sociedade.

A realização desta pesquisa justifica-se no fato de que, atualmente, no universo das finanças um recente nicho tem sido explorado, denominado como Finanças Comportamentais (FC), que se refere ao estudo da psicologia sobre o comportamento dos agentes racionais e irracionais e o efeito posterior sobre os mercados. (YOSHINAGA, *et al.*, 2008)

Espera-se que este estudo possa contribuir para que tanto profissionais do mercado financeiro quanto investidores possam obter uma alocação dos seus recursos de forma mais eficiente.

Para melhor compreensão deste estudo, o texto foi dividido em três capítulos principais além da introdução e conclusão. O primeiro capítulo compreende a fundamentação teórica, que apresenta as teorias relacionadas com a alocação de ativos. O segundo capítulo aborda a metodologia que compreende a caracterização da pesquisa, população pesquisada, método de coleta e análise de dados. Por fim, o terceiro capítulo descreverá os resultados da pesquisa e a discussão dos resultados com base nas teorias pesquisadas e apresentadas na fundamentação teórica.

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica foi dividida em cinco tópicos principais: o primeiro tópico aborda o *private banking* no mundo e no Brasil; o segundo tópico trata da alocação de ativos, abrangendo o conceito; as categorias de ativos; o Fundo Garantidor de Crédito (FGC) e o processo de alocação de carteiras; o terceiro tópico apresenta as considerações sobre a evolução da aversão ao risco; o quarto tópico aborda as finanças comportamentais; e, por fim, o quinto tópico apresenta as heurísticas: heurística da disponibilidade; heurística da representatividade; heurística do afeto e heurística da ancoragem.

1.1 PRIVATE BANKING

Conforme a ANBIMA (2016), o *private banking* é um serviço bancário mais personalizado e sofisticado que os demais serviços oferecidos em outros segmentos bancários, por ser um serviço voltado para um público que realiza investimentos substanciais. Não se trata apenas de um serviço bancário tradicional de depósitos e empréstimos.

A diferença significativa entre o *private banking* dos demais serviços bancários oferecidos no varejo é que os clientes recebem um atendimento totalmente personalizado, onde mantém um relacionamento direto com o gerente de um banco privado. Trata-se de um gerente que busca soluções para auxiliar esse segmento de clientes (*private banking*) a gerir suas finanças e desenvolver novas fontes de riqueza para as gerações futuras.

Os serviços financeiros e bancários personalizados do segmento *private banking* são direcionados para os clientes que possuem elevadas somas financeiras investidas junto à instituição financeira. Para fins de gestão de fortunas, indivíduos de alta renda tem acumulado mais riqueza do que a média das pessoas, e, portanto, tem os meios para aceder a uma variedade maior de investimentos convencionais e alternativos. Deste modo, os bancos pretendem corresponder a esses indivíduos com opções mais adequadas de investimentos e gestão financeira, por intermédio dos serviços oferecidos no *private banking*.

O cliente do *private banking* recebe aconselhamento exclusivo e personalizado relacionado com os seus investimentos, portanto, os serviços não se referem apenas

à gestão de investimentos para resolver a situação financeira do cliente. Mas, sim, de serviços personalizados que visam à proteção e ampliação dos ativos no presente; o oferecimento de soluções financeiras especializadas; o planejamento de aposentadoria; e a transmissão de riqueza para as gerações futuras.

No atual contexto socioeconômico, o *private banking* representa a atividade de aconselhamento financeiro pessoal e a gestão financeira para indivíduos de alto patrimônio líquido. Serviços de *private banking* consideram as necessidades financeiras específicas de cada cliente, com o objetivo de construir um portfólio coerente e adaptado, com a seleção e alocação de produtos que levam em conta as necessidades financeiras de investimento específicas de cada cliente.

O segmento de *private banking* de um banco, via de regra, é separado dos demais segmentos da própria instituição financeira. Isso ocorre porque apenas os clientes com alto valor de investimentos financeiros necessitam/exigem gestão de riqueza, onde os *bankers* privados elaboram planos para personalizados visando gerir uma carteira de investimentos para uma família ou um indivíduo. As taxas cobradas para esse tipo de serviço variam de banco para banco; e o retorno de uma carteira de investimentos também vai depender do padrão de serviços oferecidos pelo *private banking*.

1.1.1 SEGMENTO PRIVATE NO MUNDO

A indústria do *private banking* no mundo é alimentada por uma criação de riqueza sem precedentes, nos últimos cinco anos. Durante esse período, o foco do *private banking* tem sido justamente a expansão de riqueza. A combinação de aumento da concorrência e as condições de mercado mais difíceis, no entanto, exige estratégias mais arrojadas. Para os bancos que souberem investir no segmento *private banking*, existe a oportunidade de criar uma marca distintiva e consolidada (WYMAN, 2008).

O objetivo do *private banking* é a maior criação de valor de negócios para seu segmento específico de clientes. Conforme a *Scorpio Partnership* (2017), o segmento *private bank* mundial tem 200 instituições com este tipo de serviço (incluindo suas subsidiárias) com o total de 21,1 trilhões de dólares de ativos financeiros sob gestão e tem uma média de crescimento anual de 4%, desde 2012.

Sobre a presença geográfica do *private banking* mundial, Kearney (2014) explicou que a Europa e Ásia representam condições de mercado muito diferentes, devido aos ciclos de maturidade do *private banking* em cada região. Isto é evidente nas partes fundamentais da indústria – os bancos, os clientes e os reguladores.

Muitos bancos privados europeus realizam negócios relacionados ao *private banking* há centenas de anos, enquanto que na Ásia o *private banking* é uma indústria nova (como é o caso do Brasil).

Além de um ponto de partida diferente, a indústria de *private banking* na Ásia tomou um caminho diferente dessa indústria na Europa, evoluindo principalmente a partir de uma base de varejo e corretagem. Como a dinâmica de mercado muda constantemente, a próxima etapa poderia ser diferente nas duas regiões. (KEARNEY, 2014).

Conforme a Scorpio Partnership (2017), as 25 maiores instituições financeiras focadas em *private bank* no mundo, fazem a gestão de 13,3 trilhões de dólares, ou seja, 63,2% do mercado. Conforme figura 1, o banco *China Merchants Bank* obteve o maior crescimento (5% no *ranking* global e 32,54% em número de ativos sob gestão).

Global Ranking	Institution	AUM YE2016 (USDbn)	AUM YE2015* (USDbn)	AUM USD Growth YE2016	Global ranking Y-o-Y change (based on restated AUM)	Reporting currency	Y-o-Y % growth in AUM (base currency) 2016
1	UBS	2,068.67	2,000.43	3.41%	=	CHF	6.36%
2	Bank of America	1,971.97 ¹	1,941.80	1.55%	=	USD	1.55%
3	Morgan Stanley	1,950.00 ²	1,836.00	6.21%	=	USD	6.21%
4	Wells Fargo	922.00 ³	831.00	10.95%	=	USD	10.95%
5	Royal Bank of Canada	791.13	674.27	17.33%	1	CAD	13.76%
6	Credit Suisse	719.33	687.33	4.65%	-1	CHF	7.64%
7	Citi	452.00 ⁴	439.00	2.96%	=	USD	2.96%
8	JP Morgan	435.00 ⁵	437.00	-0.46%	=	USD	-0.46%
9	Goldman Sachs	413.00	369.00	11.92%	=	USD	11.92%
10	BNP Paribas	361.90	357.31	1.28%	=	EUR	5.20%
11	Julius Bär	323.90	297.54	8.86%	1	CHF	11.96%
12	BMO Financial Group	301.82 ⁶	287.05	5.15%	1	CAD	1.94%
13	Northern Trust	248.40	227.30	9.28%	3	USD	9.28%
14	Pictet	246.32	239.20	2.97%	1	CHF	5.91%
15	China Merchants Bank	238.96	192.95	23.84%	5	CNY	32.54%
16	Deutsche Bank	227.24	316.88	-28.29%	-5	EUR	-25.52%
17	HSBC	222.00 ⁷	261.00	-14.94%	-3	USD	-14.94%
18	ABN AMRO	215.56	217.67	-0.97%	-1	EUR	2.86%
19	Santander	214.82	196.44	9.36%	-1	USD	9.36%
20	Safra Sarasin Group	208.40	194.20	7.31%	-1	USD	7.31%
21	Bank of NY Mellon	204.60	191.80	6.67%	=	USD	6.67%
22	ICBC	174.23	163.84	6.34%	1	CNY	13.81%
23	Crédit Agricole	160.33	165.00	-2.83%	-1	EUR	0.90%
24	Bank of China	143.99	124.82	15.36%	2	CNY	23.46%
25	CIC	133.61	133.31	0.22%	=	EUR	4.10%

Source: Scorpio Partnership Global Private Banking Benchmark 2017. All results rounded. Footnotes overleaf.

Figura 1: Ranking global das 25 maiores instituições *private banks*.

Fonte: Scorpio Partnership (2017).

Onde lê-se:

Global Ranking = Ranking Global

AUM YE 2016 (USD Bn) = Ativos sob gestão no final de 2016 (Bilhões de dólares)

AUM YE 2015 (USD Bn) = Ativos sob gestão no final de 2015 (Bilhões de dólares)

AUM USD Growth YE 2016 = Crescimento de ativos sob gestão no final de 2016, em %

Global Ranking YoY change (Based on restated AUM) = Variação anual no ranking global (baseado na atualização de ativos sob gestão)

Reporting Currency = Moeda reportada

YOY % growth in AUM (base currency) 2016 = Crescimento anual de ativos sob gestão, em percentual.

Quanto ao tipo de banco presente na indústria de *private banking* mundial, Kearney (2014) advertiu que existe um mix razoável de bancos privados e universais que atuam nesse segmento, com uma unidade de *private banking*, além de unidades de serviços bancários corporativos e de investimentos. É importante observar que no Brasil, isso também ocorre. Os bancos oferecem serviços bancários corporativos, de investimentos e possuem uma unidade de *private banking* para atender esse segmento de clientes.

O tipo de banco não tem uma grande influência sobre o *private banking*, as tendências são semelhantes tanto para bancos que atuam apenas com o segmento *private banking*, como para os bancos universais que possuem uma unidade de *private banking*. O impacto da mudança dinâmica de mercado também é semelhante para ambos (KEARNEY, 2014).

Apesar de o tipo de banco (*private banking* exclusivamente, ou banco universal com unidade de *private banking*) não ter influência sobre a evolução/expansão dos negócios de *private banking*, o tamanho do banco tem uma influência sobre o grau e também o tipo de impacto que as tendências econômicas terão sobre eles.

Segundo Kearney (2014) as tendências aparecem mais claramente e exercem uma força maior sobre os bancos menores, mas eles são mais ágeis e podem adaptar-se às mudanças mais facilmente. Os bancos maiores, por outro lado podem ter dificuldade para tomar decisões rápidas e conclusivas. Eles podem ser grandes demais para se moverem. Estreitamente relacionada com a dimensão do banco está a estrutura de capital. Bancos cotados estão sob constante pressão de entrega de resultados de curto prazo e é difícil avançar para o desempenho sustentável a longo prazo.

O estudo realizado por Kearney (2014) sobre o *private banking* em âmbito mundial apresentou um quadro que não é animador. Desequilíbrios inerentes que afetam a capacidade de resposta – eficaz e rentável – dos *private banking* vieram à tona por quatro tendências fundamentais que estão ocorrendo nesse segmento:

- Meio ambiente: os fatores ambientais demonstram que as condições de mercado estão mais difíceis do que nunca. As margens estão diminuindo conforme o desempenho do mercado continua a não corresponder às expectativas, enquanto os custos estão subindo devido ao aumento da necessidade de conformidade regulamentar.
- Modelo de negócio: o alicerce da definição de um conjunto de valores para o *private banking* não foi o primeiro passo lógico. Isto levou a um comportamento oportunista, onde os bancos realizam ações que não são realmente produtivas/rentáveis.
- Modelo operacional: os modelos em que operam os *private bankings* estão sob imensa pressão, apresentando conflitos de interesse extremos entre a gestão, produtos e transações, causando um efeito negativo em cascata.
- Preços: a transparência na fixação de preços está aumentando gradualmente, mas esse movimento precisa avançar em termos de vinculação de uma taxa para cada tipo de serviço, justificando o preço para estes serviços com base no valor adicionado.

As transformações já estão em curso, a falta de preparação somada a necessidade de ação decisiva pode causar consequências negativas para a indústria do *private banking* (KEARNEY, 2014):

A indústria do *private banking* no mundo está em plena expansão, contudo, ela deverá se adequar às novas tendências de mercado para enfrentar a acirrada concorrência desse segmento de mercado.

1.1.2 SEGMENTO PRIVATE NO BRASIL

No início do século XXI, a indústria de *private banking* ganhou espaço no mercado financeiro mundial, e se tornou um segmento representativo no cenário financeiro do Brasil.

O *private banking* é o segmento que atende aos clientes (pessoas físicas), com grande volume de investimentos, e que necessitam de um padrão de serviços diferenciado. Os serviços oferecidos pelo *private banking*, geralmente são os seguintes: produtos *offshore*; administração de patrimônio; serviços de custódia; gerenciamento de investimentos; transferências de fundos; empréstimos; e, alguns bancos oferecem planejamento tributário.

Os clientes *private banking* recebem atendimento diferenciado e especializado com produtos e serviços orientados diretamente para as necessidades de gestão financeira desse público-alvo.

O público-alvo do segmento *private banking* nos Estados Unidos e, também, no Brasil, geralmente é aquele que possui depósitos mínimos de US\$1 milhão, respectivamente (ANBIMA, 2016).

O segmento de *private banking*, assim como os demais serviços bancários, exige confidencialidade, privacidade e um bom relacionamento com o cliente. Conseqüentemente, devido à expansão desse segmento, os bancos passaram a buscar medidas regulamentadoras.

Em 2008 a Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID) estabeleceu um Código de autorregulação para a atividade de *private banking* no mercado doméstico. Ainda em 2009, a ANBID se fundiu com a ANDIMA, onde formou a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Posteriormente, em 1º de dezembro de 2010, entrou em vigor o Código criado pela ANBIMA, com o objetivo de regulação e melhores práticas para a atividade de *private banking* no Brasil.

A importância do mercado *private* no Brasil pode ser visto com a evolução da captação de recursos financeiros no período entre dezembro de 2009 a dezembro de 2016, onde saiu de um volume financeiro de R\$291 bilhões para R\$832 bilhões. (ANBIMA, 2017). Conforme demonstra o gráfico 2, apresentado a seguir, é possível verificar um crescimento de 185,91% no período de dezembro/2009 a dezembro/2016, e um incremento médio anual de 23,24% de *Assets Under Management* (AUM –

representa todos os bens e ativos financeiros para qual o gestor financeiro oferece administração).

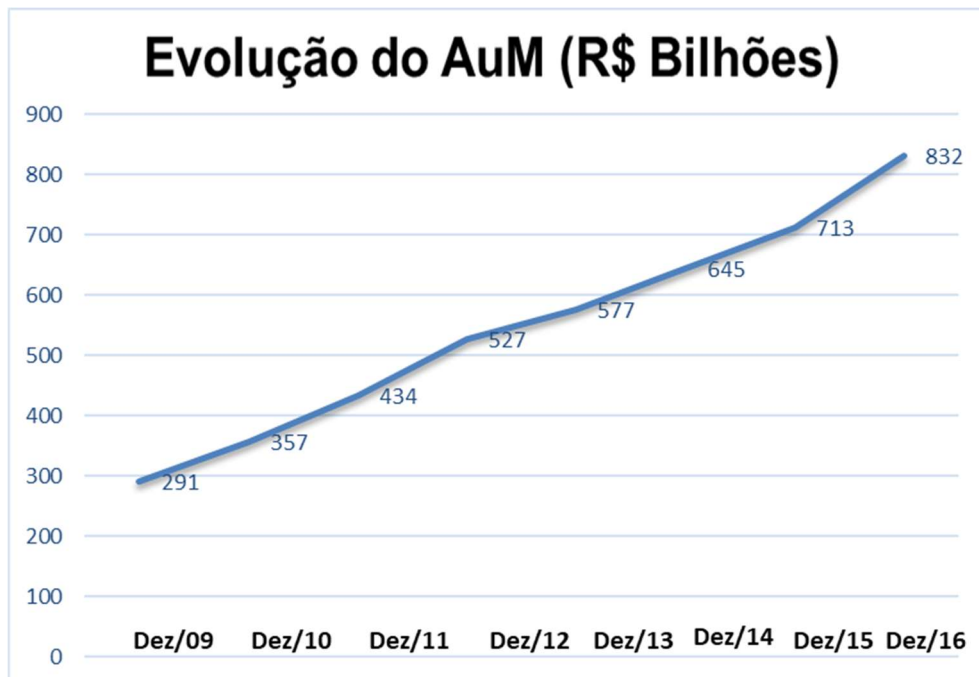
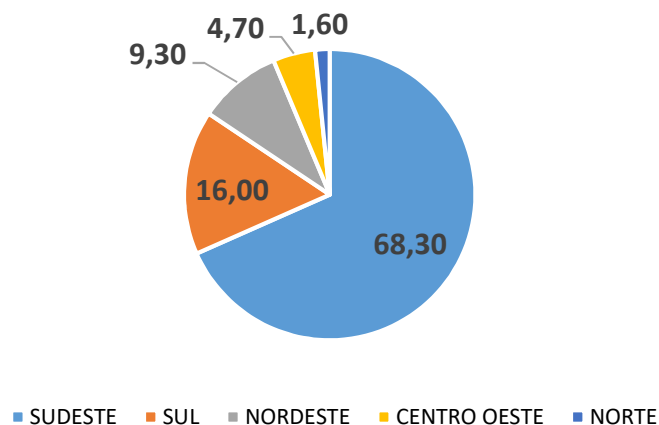


Gráfico 2: Evolução dos recursos financeiros sob gestão no período de dez/2009 a dez/2016
 Fonte: ANBIMA, 2017.

No gráfico 3, pode-se observar a concentração do mercado *private bank* brasileiro na região sudeste, onde tem 68,3% de *market share* (AMBIMA, 2016).

DISTRIBUIÇÃO DO MERCADO PRIVATE BANKING NO BRASIL PONDERAÇÃO (EM %)



Fonte: ANBIMA, 2017.

Porém, conforme se pode observar no gráfico 4, houve uma evolução de 334,59% no volume sob gestão no segmento *private* da região CO do Brasil.

EVOLUÇÃO MERCADO PRIVATE BANK NA REGIÃO CO

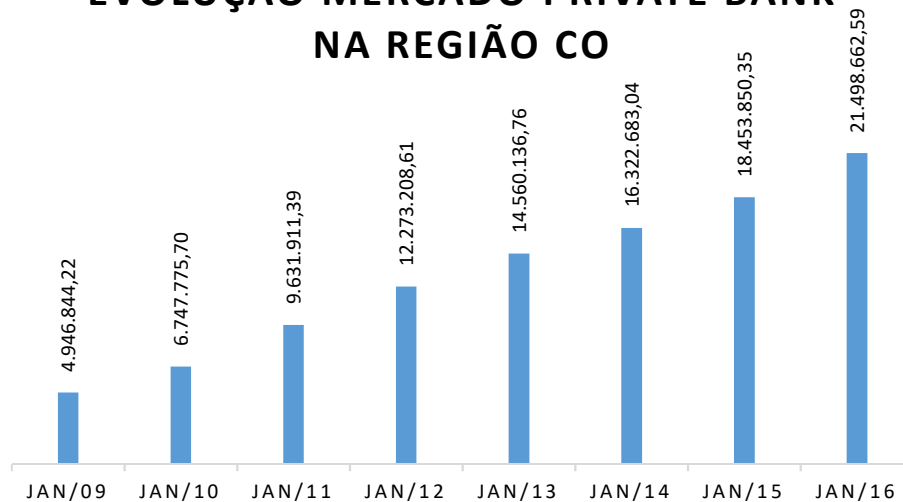


Gráfico 4: Crescimento anual do segmento *private* na região CO, no período entre 2009 e 2016.
Fonte: ANBIMA, 2017.

Como pode ser visto nos gráficos anteriores, existe um grande potencial de crescimento de clientes para o segmento *private*, dada a melhoria da economia e o crescimento da renda no Brasil.

1.2 TEORIA DE CARTEIRAS

Em seu estudo, Markowitz (1952) fala que existem algumas premissas fundamentais formação da base da Moderna Teoria de Portfólios foram:

- Os investidores avaliaram as carteiras apenas com base no retorno esperado e no desvio padrão dos retornos sobre o horizonte de tempo de um período
- Os investidores seriam avessos ao risco. No caso destes terem que escolher carteiras distintas com o mesmo retorno, sempre escolheriam a que oferecesse menor risco.
- Os investidores sempre estariam insatisfeitos com o retorno obtido. No caso de escolherem duas carteiras distintas que oferecesse o mesmo risco, escolheriam a que tivesse o melhor retorno.
- Os investidores poderiam comprar frações de ações, pois poderiam comprar frações de ações.

- Haveria uma taxa livre de risco na qual o investidor poderia tanto emprestar quanto tomar recursos emprestados
- Não poderia haver vendas a descoberto
- Todos os custos e impostos não seriam levados em conta, pois os retornos dos ativos já seriam divulgados descontados tais valores.
- Todos os investidores concordariam com a distribuição de probabilidades de taxas de retorno dos ativos. Isto significa que somente existirá um único conjunto de carteiras eficientes.

Diante destas premissas, Markowitz (1952) define que uma carteira tem duas características fundamentais: o retorno esperado e sua variância, em que esta última representa o risco da carteira. Já a primeira característica de uma carteira é o retorno esperado, onde é a média ponderada dos retornos dos ativos individuais que a compõe. Podemos ver esta relação abaixo da seguinte forma:

$$R_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i = W_1 R_1 + W_2 R_2$$

Sendo:

R_p – Retorno Esperado

W_i – peso do ativo i na carteira

R_i – retorno do ativo i

A segunda característica fundamental de uma carteira é a mensuração do seu risco. Markowitz (1952) mencionou em seu estudo que o retorno esperado de uma carteira é a média ponderada dos retornos de uma seleção de ativos e que uma carteira ideal para um investidor deve ser de retorno maximizado e risco minimizado. Em seu estudo, que foi o pioneiro em otimização de carteiras, via modelo média-variância, mostra que a seleção dos ativos para compor a carteira deve ser baseada na relação risco x retorno, ou seja, a busca de maiores retornos com menores riscos possíveis. Para que a melhor relação risco retorno seja atingida, o investidor deverá montar uma carteira com ativos de riscos de baixa correlação, onde se resultaria em uma curva chamada Fronteira Eficiente (Fig. 03).

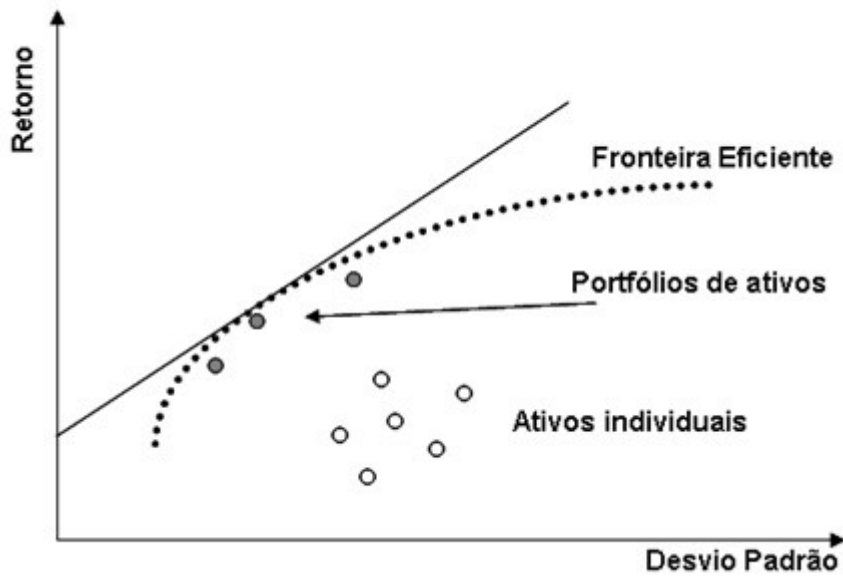


Figura 1 - Fronteira Eficiente de Markowitz

Fonte: Assaf Neto (2012, p. 286)

Nesta curva, é identificado o conjunto de carteiras com a melhor relação risco e retorno. As carteiras que estiverem sobre esta curva acima do ponto da carteira de mínima variância, são conhecidas como carteiras eficientes. Isto posto, não haverá outra carteira com a melhor relação risco e retorno.

1.2.1 RETA DE MERCADO DE TÍTULOS - SML

Para a elaboração de uma carteira de investimentos, os gestores ou investidores devem verificar todos os riscos possíveis que podem influenciar nos preços dos ativos deste *portfólio*. Conforme Assaf Neto (2009), a SML – *Security Market Line* – relaciona os retornos esperados e seus respectivos indicadores de riscos, definidos pelo Beta (β) e está inserida no modelo *Costing Asset Pricing Model* (CAPM – Modelo de Precificação de Ativos) de avaliar um ativo na relação risco versus retorno na teoria de carteiras. A fórmula para calcular a precificação do ativo é:

$$\bar{R}_e = R_f + \beta \times (\bar{R}_m - R_f)$$

Onde:

R_e = Retorno Esperado da Carteira

R_f = Taxa Livre de Risco

β = Beta do ativo

R_m = Retorno do ativo no mercado

A diferença entre a reta de mercado de títulos (SML) e a reta de mercado de capitais (CML) é basicamente os riscos dos ativos avaliados com o mercado, ou seja, ativos com risco. A equação do CAPM pode ser expressa por meio de uma reta, onde é definido o retorno requerido por um ativo, ou investimento em função do beta (β), denominada *Security Market Line* (SML). A SML expressa o prêmio de risco (valor de retorno mínimo exigido pelo investidor ao adquirir um ativo de risco) dos ativos de acordo com o CAPM e enfatiza que o risco de um ativo é uma função de sua covariância com o mercado equivalentemente uma função do seu beta.

Uma introdução de um ativo livre de risco, como o título do tesouro nacional Tesouro Selic, chamado de R_f (*Risk Free*) e que não tem correlação alguma com os outros títulos (covariância e correlação igual a 0), faz com que a “antiga fronteira eficiente” se torne uma reta chamada *Capital Market Line* (CML). A reta do mercado de capital (CML) é usada para analisar a relação risco e retorno de ativos que possuam o risco sistemático, ou seja, o risco de mercado e considera os conjuntos de ativos com e sem riscos disponíveis no mercado.

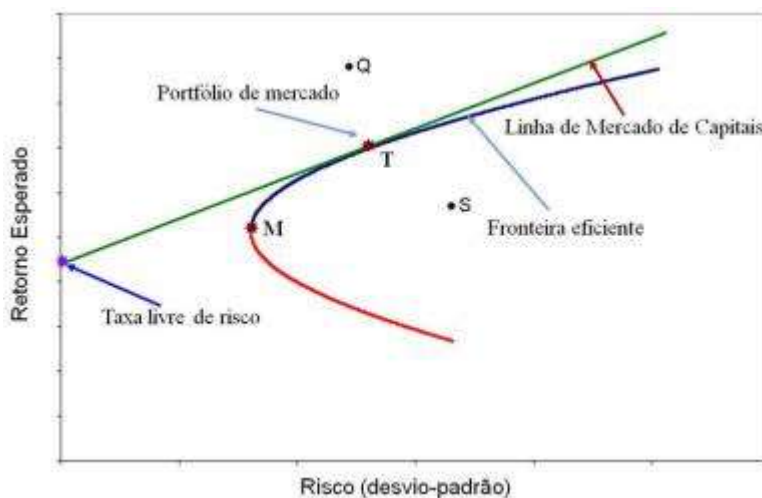


Figura 4 – Reta *Security Market Line* (SML)

Fonte: <http://walterforte.blogspot.com.br/2010/04/linha-de-mercado-de-capitais-capital.html>

Já a reta do mercado de títulos (SML) é utilizada para avaliar a relação risco e retorno de todos os ativos, mesmo aqueles que não tenham uma correlação perfeita com a carteira de mercado.

A principal diferença entre a CML e SML é a medida de risco utilizada: a CML utiliza o desvio padrão (risco total) e a SML utiliza o beta (risco sistêmico ou de mercado).

1.2.2 CONCEITO DE ALOCAÇÃO DE ATIVOS

A utilização estratégica de alocação de ativos como forma de gestão de risco não é um conceito novo. No entanto, o termo 'alocação de ativos' não existia dentro da comunidade de investimentos até recentemente. Mesmo antes do advento dos mercados financeiros modernos, as pessoas entendiam que os ativos deviam ser divididos em diferentes classes, como a própria terra, a propriedade de uma empresa e as reservas (dinheiro). Essa concepção de alocação de ativos como um fato da vida permaneceu relativamente inalterada até meados do século XX, quando em 1952, o economista americano Harry Markowitz publicou um artigo no *Journal of Finance*, intitulado "Seleção de Portfólio", no qual ele desenvolveu o primeiro modelo matemático evidenciando a redução de volatilidade numa carteira combinando investimentos com diferentes padrões de retorno. O artigo publicado por Markowitz em 1952 foi a base para o padrão na gestão de carteiras conhecida como "Moderna Teoria de Portfólio" (MTP).

Markowitz (1952) provou que determinadas composições de investimento em uma carteira de ativos são mais otimizadas que outras, considerando a abordagem de risco e retorno. Em seu trabalho ele mostra que no plano retorno em função do risco existe uma fronteira eficiente, na qual o retorno pode ser maximizado para um mesmo nível de risco, ou que o risco pode ser minimizado para um mesmo nível de retorno.

Antes da contribuição de Markowitz (1952) para alocação de ativos, a diversificação foi um processo que incidiu sobre as características de retorno/risco de títulos individuais, independentemente de como os retornos estavam correlacionados. Após o artigo de Markowitz, uma ampla quantidade de pesquisas passou a ser

publicada com o objetivo de verificar os benefícios da alocação de ativos e rapidamente este processo se tornou popular entre os profissionais da área financeira.

A MTP tem tido um impacto significativo sobre a forma como os gestores constroem as carteiras de investimento. O conceito de MTP não parece ser complexo, no entanto, exige que o investidor faça várias suposições sobre o mercado financeiro. Além disso, embora o conceito de MTP seja relativamente simples, as equações matemáticas utilizadas para os cálculos de correlação e de risco podem ser complexas.

A premissa básica da MPT é que através da combinação de títulos de diferentes classes de ativos em conjunto, que não são altamente correlacionadas, é possível reduzir e aumentar a volatilidade do desempenho ajustado ao risco da carteira. Em outras palavras, combinando ativos que não estão correlacionados é possível produzir um portfólio mais eficiente – a carteira que produz o maior retorno para uma determinada quantidade de risco.

É primordial que o investidor tenha conhecimento da sua tolerância ao risco, pois é, a partir daí, que serão escolhidos os ativos financeiros para compor a sua estratégia e portfólio de investimentos.

Seguindo este conceito, devem ser diferenciadas as classificações de tolerância ao risco e, conseqüentemente, perfil do investidor. O investidor que prefere uma menor volatilidade e uma renda mais previsível, é considerado como perfil conservador e mais avesso ao risco. Se o investidor for indiferente entre a renda previsível ou imprevisível e for mais tolerante à volatilidade, este é considerado um investidor moderado. Já o investidor que tiver uma maior tolerância ao risco, pois prefere uma renda maior no longo prazo, mesmo aceitando das oscilações do preço do ativo no tempo, este é considerado um investidor agressivo. (GAVA; VIEIRA, 2008).

Para que o consultor de investimentos possa sugerir um portfólio para o investidor, este deverá saber os seguintes pontos, previamente: (i) objetivo de rentabilidade, (ii) tolerância de liquidez (prazo de investimento), (iii) tolerância ao risco. No momento da coleta das informações para o levantamento de perfil do investidor, não é difícil obter as informações dos tópicos i e ii. Contudo, já para levantar as informações do tópico iii, o investidor precisa analisar qual seria sua reação perante uma alta volatilidade dos preços dos ativos no mercado e, com isso, uma provável perda de rentabilidade e/ou patrimônio.

Conforme Gava e Vieira (2008), os gestores de recursos usam a demografia para classificar a tolerância de risco de forma adequada, em diferentes classes de investidores.

De acordo com Grable e Lytton (1998), existe uma forte correlação demográfica e socioeconômica à tolerância ao risco. Ainda segundo os próprios autores, como exemplo, pode-se citar que os investidores mais humildes são mais avessos ao risco e, por isso, são aconselhados a aplicarem seus recursos em ativos com menor volatilidade.

Nos EUA, é usado um questionário de levantamento de perfil do investidor chamado *Survey of Consumer Finances* (SCF), no qual serve de base para a avaliação de tolerância de risco do investidor (GAVA; VIEIRA, 2008). Esta pesquisa é aplicada anualmente e leva em consideração informações como: dívidas, ativos aplicados, atitudes financeiras e comportamento financeiro de indivíduos e família. Ultimamente, esta pesquisa é aplicada pelo *National Opinion Research Center*, da Universidade de Chicago e supervisionada pelo *Federal Reserve*.

1.2.3 PROCESSO DE ALOCAÇÃO DE CARTEIRAS

O processo de alocação de ativos é a escolha que os investidores farão para suas aplicações, conforme o perfil de risco de cada um e, com isso, determinar o tipo de ativo investirá seu recurso financeiro (ações, imóveis, renda fixa, fundos de investimentos, etc). Dentro do processo de alocação de carteiras, três fatores devem ser levados em consideração: análise dos títulos, análise das carteiras e seleção da carteira (ASSAF NETO; 2011).

A fase de análise dos títulos, podemos levar em consideração os títulos apresentados no item 1.2.2 desta dissertação, quando foram apresentadas todas as características, riscos de mercado e crédito, possibilidades de rentabilidades, etc., de cada ativo.

A fase da análise de carteiras discorre sobre o retorno esperado e o risco que este conjunto de ativos pode proporcionar. Nesta fase é iniciado o estudo da moderna teoria de carteiras desenvolvida por Markowitz, que pode ser usada como um instrumental técnico na avaliação de carteiras.

A fase de seleção de carteiras visa identificar a melhor opção de combinação possível dentro de uma gama de ativos disponíveis no mercado financeiro,

obedecendo ao perfil do investidor com o objetivo de buscar a melhor performance. Para que esta performance seja atingida, serão formadas inúmeras carteiras de ativos disponíveis, dentre as quais será escolhida uma com a melhor relação risco versus retorno.

A teoria de portfólios é uma metodologia criada por Harry Markowitz em 1952, na qual lhe rendeu o Prêmio Nobel da Economia. O objetivo desta teoria é conseguir a maior eficiência possível da diversificação. Conforme Castro Junior e Fama (2002), para a teoria de Markowitz (1952) existem dois fatores de riscos em uma seleção de portfólio, os quais são levadas em consideração no processo: o retorno esperado (fator desejável) e a variância de tal retorno (fator indesejável). O risco da carteira pode ser diminuído através da diversificação dos ativos que a compõe. Dentro disso, podemos mencionar que, em caso de uma elevada rentabilidade de um específico ativo, a carteira total não será beneficiada desta rentabilidade, pois pode haver ativos que tiveram rentabilidade negativa em um período. O mesmo pode ser dito em caso de rentabilidade negativa. Caso um específico ativo tenha uma grande perda, a carteira total não sofrerá esta perda por inteiro, pois pode haver ativos com rentabilidades positivas e, sendo assim, minimizando os riscos.

A Teoria dos portfólios leva em consideração o valor esperado, a variância e a covariância dos retornos dos ativos que compõe a carteira e consiste em selecionar as melhores carteiras que possam atender a relação risco x retorno para os investidores (MARKOWITZ, 1952). Então, o objetivo da diversificação é reduzir o risco da carteira, observando, sempre, as correlações entre os ativos (ASSAF NETO, 2011).

1.3 EVOLUÇÃO DA AVERSÃO AO RISCO

A aversão ao risco pode ser considerada um padrão fundamental para explicar as diferenças individuais no comportamento do investidor. Nos últimos anos, sobretudo, após a crise de 2008, houve uma evolução da aversão ao risco, contudo, essa aversão está mais relacionada com o perfil do investidor do que com a economia de mercado.

Estudos empíricos realizados por economistas (GUIISO; PAIELLA, 2008; DOHMEN *et al.*, 2011; 2012; COHN *et al.*, 2014) identificaram uma ampla gama de características individuais (tais como idade, sexo, educação, riqueza, escolaridade

dos pais, capacidade cognitiva, cultura financeira, entre outros), que parecem estar correlacionados com atitudes de risco em investimentos financeiros.

Apesar da descoberta destas e outras variáveis correlacionadas significativamente com o risco, a aversão ao risco ainda permanece, em grande medida, uma incógnita no sentido de que pouco se sabe sobre seus determinantes (DOHMEN *et al.*, 2012).

Uma pesquisa realizada por Cesarini *et al.* (2011) demonstrou que características genéticas são responsáveis por cerca de 20% da variação da aversão ao risco entre os indivíduos. Outro estudo, realizado por Benjamin *et al.* (2010) demonstrou que as atitudes de risco podem variar no curto prazo para a mesma pessoa em função do *priming* de identidade¹, entre outros fatores.

Muitos gestores financeiros não levam em conta as características relacionadas à aversão ao risco, indicando aos seus clientes investimentos que não se adequam ao seu perfil de investidor. Por esse motivo, é importante identificar o risco de investimento em uma carteira para a adequada indicação de investimento ao cliente. O objetivo de um investidor é sempre obter os maiores retornos correndo os menores riscos possíveis.

A tabela 1 mostra claramente que, no Brasil, não quer dizer que caso o investidor aplique em ativos com maiores volatilidades, terá maior retorno. Isto ocorre devido o Brasil ter uma taxa de juros historicamente alta, onde favorecem as aplicações mais conservadoras, como ativos de renda fixa. A teoria de quanto maior risco o investidor corre, este terá maior retorno, funciona no mercado internacional, pois as taxas de juros históricas são mais baixas que no Brasil.

¹ *Priming* de identidade¹ – conforme Busnello R., Stein, L. M e Salles, J. F. (2008) “nas neurociências, o efeito *priming* é entendido como fenômeno cognitivo que ocorre quando um estímulo prévio, chamado de *prime*, facilita o processamento de uma informação – o alvo.”

Tabela 1: Comparativo de rentabilidade acumulada entre CDI x IBOVESPA, entre 17/12/1997 a 28/08/2017 (diária)

		CDI	IBOV
1 ANO	Retorno	10,13%	15,03%
	Volatilidade (Anualizada)	0,03%	31,32%
5 ANOS	Retorno	69,67%	21,72%
	Volatilidade (Anualizada)	0,04%	64,01%
10 ANOS	Retorno	181,62%	37,66%
	Volatilidade (Anualizada)	0,08%	82,91%
15 ANOS	Retorno	535,72%	584,99%
	Volatilidade (Anualizada)	0,10%	169,92%
20 ANOS	Retorno	1623,47%	530,99%
	Volatilidade (Anualizada)	0,13%	210,57%

Fonte: CETIP

Dentro de uma carteira de investimentos é possível verificar que existem dois tipos de riscos diferentes: risco sistemático (não diversificável) e o risco não sistemático (diversificável).

O risco sistemático é um risco que o gestor não consegue reduzir na carteira, pois abrange todo o sistema econômico. Este risco está relacionado com a movimentação de valores dos ativos no mercado, por eventos ocorridos de natureza política, econômica e social, variações na taxa de juros da economia, processo inflacionário, etc. Este tipo de risco é considerado o mais preocupante, devido não poder ser diversificado (ASSAF NETO, 2006; MACEDO JUNIOR, 2003; MINETO, 2005).

O outro tipo de risco importante existente em um portfólio de ativos é o risco não sistemático, no qual se refere à parcela do risco que não pode ser relacionado ao comportamento da economia. Este tipo de risco afeta apenas um pequeno grupo de ativos, ou seja, depende exclusivamente das características de cada *equity* (empresa)

e é função de vários tópicos que podem prejudicar a performance de empresa, como a estrutura de capital, qualidade de sua administração, governança corporativa, etc. Conforme mencionado por Assaf Neto (2006), Macedo Junior (2003) e Mineto (2005), devido este risco ser intrínseco às características do próprio ativo, só pode haver uma diminuição no caso de uma diversificação de ativos com menor correlação entre os ativos.

Lucena (2009) menciona que só consegue efetuar uma diversificação eficaz até um certo ponto e não teria vantagens agregar mais ativos na carteira, mesmo sendo de baixa correlação (ou até mesmo negativa). Isso ocorre pois, como o único risco diversificável é o não sistêmico, jamais se conseguirá reduzir o risco a zero, devido haver o risco sistêmico.

1.4 HIPÓTESE DE MERCADOS EFICIENTES

Fama (1970), fala que a hipótese de mercado eficiente (HME) admite que todas as informações públicas possíveis já estão contidas na precificação do ativo, onde as decisões de compra e venda são tomadas com base em novas informações, ou seja, fatos relevantes. Assaf Neto (2012), menciona que as hipóteses básicas do mercado eficiente são:

- Nenhum participante do mercado tem a capacidade de influenciar sozinho os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente suas expectativas;
- O mercado, de uma maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno;
- Todas as informações estão disponíveis no mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações sendo identicamente disponíveis a todos os agentes;
- Em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito;

- Os ativos objetos do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições;
- As expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação acerca do desempenho de mercado.

Dado isso, Milanez (2003), informa que os *players* de mercado realizam suas operações de forma racional ilimitada, tomam suas decisões baseadas na teoria da utilidade esperada e sem inclinação para expectativas de acontecimentos futuros no mercado.

1.5 CATEGORIA DE ATIVOS

As categorias de ativos analisadas e investidas pelos entrevistados vão desde renda fixa e fundos de investimentos. Não foram verificados os ativos da classe derivativos, pois os investidores que tem o apetite da renda variável aplicam diretamente em FIA (fundos de investimentos em ações). Além da não aplicação dos recursos em ações diretamente na bolsa de valores, os investidores pesquisados também não aplicaram em ativos biológicos (cabeças de gado) e artigos de luxo (obras de arte). Dentro da classe renda fixa, existem os títulos emitidos pelo governo federal e os títulos emitidos por instituições financeiras e não financeiras públicas e privadas (ANBIMA, 2017). Dentre estas, no que tange aos ativos brasileiros, pode-se destacar os ativos abaixo:

- Tesouro Pré Fixado (antiga LTN – Letra do Tesouro Nacional): é um título com rentabilidade pré-fixada, onde o investidor recebe seus recursos no momento da venda antecipada ou no vencimento deste título. Existem vários vencimentos e rentabilidades diferentes.
- Tesouro Selic (antiga LFT – Letra Financeira do Tesouro): é um título público com rentabilidade pós-fixada indexada à Selic, onde o investidor também recebe seus recursos na venda antecipada ou no vencimento do título.
- Tesouro IPCA com juros semestrais (antiga NTN-B – Nota do Tesouro Nacional série B): é um título público com rentabilidade baseada em correção do IPCA (índice oficial de inflação brasileiro) mais um cupom (juros) pré-fixados. Como exemplo, podemos citar títulos deste modo

que oferecem rentabilidade de IPCA + 4% ao ano. Neste título é pago, semestralmente, cupons (juros) desta parte pré-fixada.

- Tesouro IPCA (antiga NTN-B Principal): A única diferença deste título para a NTN-B é que a Principal não paga juros periódicos, ou seja, o investidor recebe seus recursos na venda antecipada ou no vencimento deste.
- Tesouro Pré Fixado com juros semestrais (antiga NTN-F – Nota do Tesouro Nacional série F): é um título público com rentabilidade pré-fixada. A diferença deste título para a LTN é que a NTN-F também paga cupom (juros) semestrais.

Acerca dos títulos privados, existem:

- CDB (Certificado de Depósito Bancário) é um título de dívida emitido exclusivamente por instituição financeira. O objetivo da emissão destes títulos é para que os bancos possam se financiar e dar créditos à população. Quando a pessoa investe neste título, na prática, está emprestando dinheiro ao banco onde este tem o compromisso de devolvê-lo posteriormente (na data de vencimento deste CDB).
- LCI (Letra de Crédito Imobiliário) é um título privado emitido por instituições financeiras que forneçam crédito imobiliário. O objetivo deste título é fomentar o mercado imobiliário, pois com o expressivo aumento deste mercado e fornecimento de créditos, estima-se que a poupança (principal fonte para crédito imobiliário) possa “secar” nos próximos anos. O lastro deste título é o crédito imobiliário cedido. Acerca da rentabilidade, temos pré-fixada, pós-fixada ou híbrida (IPCA + juros). Um grande benefício para o investidor pessoa física é a isenção do IR. Este título conta com a garantia do FGC, em caso de falência da instituição.
- LCA (Letra de Crédito Agrário) é um título privado emitido por instituições financeiras que forneçam crédito agrário. O objetivo deste título é fomentar este mercado. O lastro deste título é o crédito agrário cedido. Acerca da rentabilidade, temos pré-fixada, pós-fixada ou híbrida (IPCA + juros). Um grande benefício para o investidor pessoa física é a isenção

do IR. Este título conta com a garantia do FGC, em caso de falência da instituição.

- CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) é emitido exclusivamente por securitizadoras, porém facilmente encontrado no mercado. O objetivo deste ativo é securitizar recebíveis futuros das construtoras. O lastro também é o crédito imobiliário cedido. Um grande benefício é a isenção de IR para pessoa física. Com relação ao risco, é maior que da LCI ou LCA, pois não tem a garantia do FGC em caso de quebra da instituição. Então, como tem mais risco, pode oferecer uma rentabilidade maior.
- Debêntures são títulos de dívidas emitidas por empresas que não são instituições financeiras. O principal objetivo deste título é o financiamento destas empresas para os de médio e longo prazos. A sua rentabilidade também pode ser pré-fixada, pós-fixada ou híbrida (IPCA + juros). Acerca dos riscos, este investimento não contempla com a garantia do FGC, onde o risco é a quebra da instituição emissora.

Em caso de investimentos no exterior, conforme o Conselho Monetário Nacional, desde 2006 o residente brasileiro pode investir seus recursos no diretamente em ativos no exterior. Os ativos de renda fixa mais usados são:

- *Treasury Bills* ou *T-Bills*: Obrigações de dívidas do governo americano de curto prazo, com prazo de um ano, ou menos, e emitidas com desconto sobre o seu valor de face. A compra e venda de *Treasury Bills* é o principal instrumento que o *Fed*, Banco Central Norte-Americano, usa para regular a oferta de moeda da economia. Muitos empréstimos de juros variáveis e hipotecas têm as suas taxas de juros em linha com essas obrigações.
- *Treasury Bond* ou *T-Bond*: Obrigações de dívidas a longo prazo do governo Norte-Americano (pelo menos 10 anos), que são emitidas através do sistema de leilão em datas determinadas, e que normalmente efetuam pagamento de cupom semestral e tem preço de emissão próximo ao par (100). O prazo mais comum é o de 10 anos.

- *Treasury Bond* de 30 anos: Obrigações de dívida de longo prazo (30 anos), emitidas pelo governo Norte-Americano. Também conhecido no mercado internacional como “*Long Bond*”.
- *Treasury Notes* ou *T-Notes*: Obrigações de dívida do governo Norte-Americano com prazo entre um e dez anos, que são emitidas através do sistema de leilão em determinadas datas, normalmente com pagamento de cupom semestral e preço de emissão ao par (100). Os prazos mais comuns são de 2 e 5 anos.

Acerca dos investimentos em renda variável, os investidores entrevistados aplicam diretamente em fundos de ações. Certamente, este tipo de investimento oferece maior risco que os investimentos em renda fixa, pois não possuem nenhum tipo de garantia do recurso investido e haver uma maior volatilidade.

Conforme a Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (INCVM) 555 – instrução esta que rege a regulamentação de fundos de investimentos no Brasil – um fundo de investimento é quando vários investidores, com o mesmo objetivo, de forma concomitante, realizam aplicações financeiras para que possam obter lucros. Esta forma de aplicação de recursos, sob a forma de condomínio, tem como objetivo realizar aplicações em títulos e valores mobiliários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017).

A administração e a gestão de um fundo só podem ser realizadas via pessoas físicas e/ou jurídicas, devidamente registradas e autorizadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) a prestarem tais serviços. Os administradores tratam dos aspectos jurídicos e legais do fundo, calculam cota, convocam para as assembleias e são os responsáveis legais dos fundos perante a CVM. Já os gestores de investimentos, são responsáveis por proporcionar a rentabilidade do fundo, definem o grau de risco, a estratégia de investimentos, o melhor ativo mobiliário a ser comprado e/ou vendido, assim como os melhores valores de compra e venda. O maior desafio de um gestor de fundo de investimento é proporcionar o maior retorno com o menor risco. Dentre os fundos brasileiros possíveis para aplicação, os principais são:

- Fundo Referenciado DI: Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95 % do valor de sua carteira em títulos LFT ou operações que, por ser um fundo passivo, tem como objetivo seguir as oscilações da taxa DI ou Taxa Selic, onde o seu risco é a variação da taxa de juros. Com isso, os

títulos podem ter ágio (lucro) ou deságio (prejuízo). O montante não aplicado em operações que busquem acompanhar as variações destes parâmetros de referência deve ser aplicado somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Esta categoria de fundo permite alocar até 10% de seu patrimônio em ativos no exterior (ANBIMA, 2017)

- Fundos de Renda Fixa: São fundos cujo seu objetivo é aplicar recursos financeiros em ativos de renda fixa. Neste caso, podem ser aplicados em ativos que possuam um maior risco, inclusive em ativos derivativos. Geralmente, as estratégias mais usadas nestes fundos são atreladas a risco de juros e de índices de preços do mercado doméstico (IGPM, IPCA, etc.) e é proibido realizar investimentos com estratégias cambiais e/ou em renda variável. Devem manter, no mínimo, 80 % de sua carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito ou sintetizados, via derivativos, com registro e garantias das câmaras de compensação. Admite-se alavancagem e permite alocar até 10 % do seu patrimônio em ativos no exterior (ANBIMA, 2017)
- Fundos Multimercados: Fundos que podem realizar aplicações em diversos mercados diferentes (juros, câmbio, renda fixa, renda variável, derivativos, etc.). Nestes fundos não existe uma regra quanto à concentração de ativos, no Brasil admite-se alavancagem e permite alocar até 20% do seu patrimônio em ativos no exterior (ANBIMA, 2017)
- Fundos de Ações: Fundo de ações abertos que não se enquadrem em nenhum dos demais tipos das categorias supracitados. Conforme a ICVM 409, este tipo de fundo o gestor deve, obrigatoriamente, aplicar, no mínimo, 67% em ativos de renda variável que sejam negociados em ambiente bolsa de valores ou balcão organizado. Admite-se alavancagem e permite alocar até 10% do seu patrimônio em ativos no exterior (ANBIMA, 2017)
- Fundos de Investimentos no Exterior – Dívida Externa: O principal risco deste fundo é a variação dos preços dos ativos de dívida externa brasileira no mercado internacional e as suas respectivas variações cambiais. Nesta categoria de fundo é obrigatório alocar 100% do seu patrimônio em ativos emitidos no exterior (ANBIMA, 2017)

- **Fundo Imobiliário:** esta categoria de fundos é regulamentada pela ICVM 205 e 206/1994 e suas modificações. O Fundo de Investimento Imobiliário, constituído sob a forma de condomínio fechado, cujo resgate de quotas não é permitido, é uma comunhão de recursos, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. O seu objetivo é o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento. O cotista recebe distribuição de lucros periódica de resultados. Semestralmente, o fundo é obrigado a distribuir, no mínimo, 95% dos rendimentos auferidos aos seus cotistas (ANBIMA, 2017).

1.5.1 FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC

O estabelecimento formal de sistemas de garantia de depósito tem sido uma tendência dominante no mundo a partir da década de 90. O pensamento por trás desse movimento está baseada na crescente preocupação das autoridades com a estabilidade do sistema financeiro, que se traduz na implementação de instrumentos adicionais de acompanhamento e controle e a conseqüente formação de redes de proteção ao sistema. Empréstimos de última instância, regulação eficaz, fiscalização eficiente, estrutura legal adequada e proteção direta a depositantes, via um sistema garantidor, são todos componentes dessa rede e visam a manutenção de um sistema bancário sólido e saudável. Dado isso, o Brasil seguiu esta tendência. Em agosto de 1995, através da Resolução 2.197, de 31.08.1995, o Conselho Monetário Nacional (CMN) autoriza a "constituição de entidade privada, sem fins lucrativos, destinada a administrar mecanismos de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras". Em novembro de 1995, o Estatuto e Regulamento da nova entidade são aprovados. Cria-se, portanto, o Fundo Garantidor de Crédito, associação civil sem fins lucrativos, com personalidade jurídica de direito privado, através da Resolução 2.211, de 16.11.1995.

O objetivo do Fundo Garantidor de Crédito é de prestar garantia de créditos contra instituições dele associadas, nas situações de: (I) decretação da intervenção

ou da liquidação extrajudicial de instituição associada; (II) reconhecimento, pelo Banco Central do Brasil, do estado de insolvência de instituição associada que, nos termos da legislação em vigor, não estiver sujeita aos regimes referidos no item anterior. (FGC, 2017).

Em caso de alguma instituição financeira decretar falência, o Fundo Garantidor de Crédito garante, para uma mesma pessoa, na mesma instituição ou todas as instituições do mesmo conglomerado, o limite de cobertura até R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), limitado ao saldo existente. Para efeito da determinação do valor garantido dos créditos de cada pessoa, devem ser observados os seguintes critérios: (I) titular do crédito é aquele em cujo nome o crédito estiver registrado na escrituração da instituição associada ou aquele designado em título por ela emitido ou aceito; (II) devem ser somados os créditos de cada credor identificado pelo respectivo Cadastro de Pessoas Físicas (CPF) / Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro.

Para que o investidor tenha o direito de receber o valor de limite de cobertura em caso de falência de alguma instituição financeira associada ao Fundo Garantidor de Crédito, este deverá ter aplicado recursos nos seguintes créditos:

- Depósitos à vista ou sacáveis mediante aviso prévio;
- Depósitos de poupança;
- Depósitos a prazo, com ou sem emissão de certificado – RDB (Recibo de Depósito Bancário) e CDB (Certificado de Depósito Bancário);
- Depósitos mantidos em contas não movimentáveis por cheques destinadas ao registro e controle do fluxo de recursos referentes à prestação de serviços de pagamento de salários, vencimentos, aposentadorias, pensões e similares;
- Letras de câmbio (LC);
- Letras imobiliárias (LI);
- Letras hipotecárias (LH);
- Letras de crédito imobiliário (LCI);
- Letras de crédito do agronegócio/agrário (LCA);
- Operações compromissadas que têm como objeto títulos emitidos após 8 de março de 2012 por empresa ligada.

1.6. FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

A linha de pesquisa em Finanças Comportamentais é um tema relativamente novo no Brasil, porém há um constante crescimento nas pesquisas acadêmicas. Ela está diretamente ligada ao questionamento da racionalidade completa dos agentes econômicos, ou seja, estes são capazes de assimilarem rapidamente novas informações, mudarem as maneiras de analisarem os fatos e que suas decisões são consistentes com o conceito de Utilidade Esperada Subjetiva, conforme apresentado por Savage (1964 apud THALER; BARBERIS, 2003). Contudo, existem evidências empíricas produzidas nas últimas décadas, as quais revelam que as teorias disponíveis baseadas na suposição da racionalidade dos indivíduos não são capazes de explicar eficazmente os vários fenômenos ocorridos no mercado financeiro (YOSHINAGA *et al.*, 2004)

Alguns acadêmicos mencionam que as Finanças comportamentais são um mix entre a psicologia em finanças e os conceitos da Moderna Teoria de Finanças, que parte da premissa de que os investidores são racionais, avessos ao risco e utilizam a curva de utilidade para maximizar o seu bem-estar. Entre alguns estudos realizados no campo das Finanças Comportamentais, ficou comprovado que em uma economia onde existirem agentes econômicos racionais e irracionais interagindo, estes últimos podem distorcer os valores dos ativos de forma significativa (ROGERS *et al.*, 2007).

Estudiosos em Finanças Comportamentais definem o tema em diversas formas diferentes. Lintner (1998) menciona que Finanças Comportamentais é a ciência através da qual investidores interpretam e agem frente às informações para decidir sobre investimentos. “Estudo de como os humanos interpretam e agem frente às informações para decidir sobre investimentos”. Já Oslen (1998) menciona as Finanças Comportamentais não tentam definir o comportamento racional como sendo racional ou irracional, mas sim entender e prever os processos de decisões psicológicas que implicam na sistemática dos mercados financeiros. Thaler (1999) define Finanças Comportamentais como “simples finanças de cabeça aberta”, salientando que algumas vezes para achar a solução de um problema financeiro empírico é necessário aceitar a possibilidade que alguns dos agentes econômicos se comportem de forma racional, porém não completamente. De acordo com Thaler e Mullainathan (2000), a Economia Comportamental estuda a combinação na vida econômica real, em que os agentes econômicos apresentam limitações ao exercício da plena realidade (definida

pela Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), ignorando assim os aspectos psicológicos dentro do arcabouço neoclássico).

Uma possível irracionalidade dos investidores em suas tomadas de decisões, pode ser parcialmente esclarecida de acordo com o surgimento destes conflitos. De acordo com a Teoria do Prospecto, o efeito certeza é quando o ser humano subvaloriza as consequências futuras de uma tomada de decisão (MACEDO, *et al.* 2017).

Shefrin (2000) menciona que as Finanças Comportamentais correspondem a uma área do conhecimento que vem apresentando grande crescimento, preocupando-se com o estudo da influência da psicologia no comportamento dos agentes do mercado financeiro. Dado isso, ele estabelece que as Finanças Comportamentais estejam direcionadas para o estudo das seguintes questões: (i) os erros de decisão financeira ocorrem por que investidores confiam demasiadamente em regras ou modelos gerais? (ii) os investidores são influenciados pela forma com que as informações e conteúdos são expostos ou estruturados? (iii) os preços de equilíbrio definidos pelo mercado são afetados por erros e estruturas mentais?

De acordo com Thaler e Barberis (2003), os desvios no comportamento racional são inerentes ao comportamento humano e devem ser considerados em uma análise econômica. Isto ocorre devido à possibilidade de os agentes econômicos cometerem erros sistemáticos e as consequências que estes erros podem influenciar na economia. Tais limitações, intrínsecas à natureza humana, podem causar implicações econômicas como desvios sistemáticos e significantes de preço com relação ao “valor justo” do ativo (ROGERS *et al.*, 2007).

Copeland e Weston (1998) mencionam que o objetivo de escolher a função risco e retorno é quantificar os ativos financeiros. Desta forma, o investidor pode tomar decisões mais fáceis e simples sobre os seus investimentos. Dentro do conceito da Moderna Teoria das Finanças, o investidor é racional, avesso ao risco e sempre buscar maximizar o retorno e minimizar o risco. Dentro disso, Daniel Kahneman e Amos Tversky (1970), elaboraram um estudo que coloca em xeque este pressuposto adotado nas teorias financeiras e de decisão. O estudo elaborado por Kahneman e Tversky (1979), chamado *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, mostra que o indivíduo é avesso ao risco quando é avalia ganhos, porém tem a tendência de tomar atitudes mais arriscadas quando avalia perdas. Uma pessoa é avessa ao risco quando ela prefere a certeza de um ganho financeiro a qualquer prospecto de risco,

cujo valor esperado seja o mesmo. Neste caso o “Efeito Certeza” faz com que o investidor tome uma atitude mais conservadora, pois supervalorizam os ganhos certos.

Já no sentido das possibilidades de perdas, o investidor tende a tomar posições mais arriscadas, com a possibilidade de anularem estas prováveis perdas. Além disso, em seu estudo, Kahneman e Tversky (1979) mencionam que as pessoas atribuem pesos diferentes a ganhos e perdas potenciais; que os resultados certos são geralmente excessivamente ponderados (peso maior) em comparação com resultados incertos; a função utilidade é normalmente côncava para ganhos e convexa para perdas e geralmente é mais íngreme para perdas do que para ganhos; pessoas fazem as escolhas sobre ganhos e perdas a partir de um ponto de referência. Pela Teoria da Perspectiva, os resultados para um determinado problema são expressos como desvios positivos ou negativos (ganhos ou perdas) em relação a um ponto de referência neutro, representado pela reta tracejada da Curva S. Na figura 1, podemos ver que o eixo X corresponde aos ganhos ou perdas e o eixo Y corresponde às respectivas unidades de valor a cada ganho ou perda. As curvas para as perdas são mais acentuadas do que para os ganhos, demonstrando que as respostas para as perdas são mais extremas do que para os ganhos.

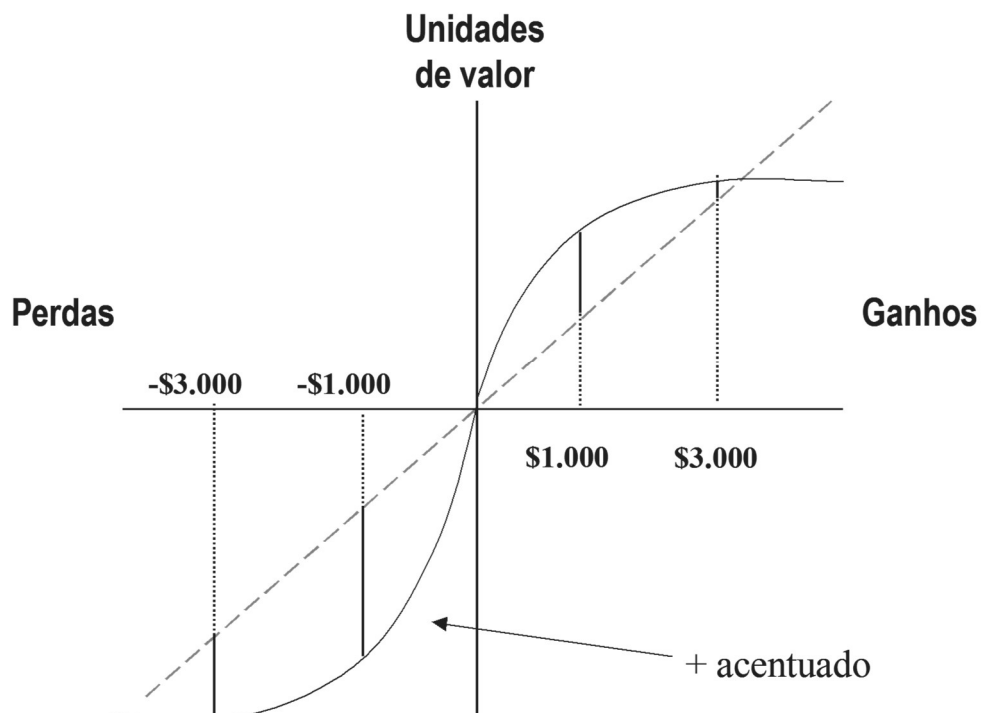


Figura 5: Teoria Perspectiva
Fonte: Bazerman, 2002, p. 48.

Os investidores, em sua maioria, têm o costume de tomar decisões baseadas em informações que os levem a tomar decisões de forma mais rápida, automática, sem esforço e emocional. Isso é mencionado por Stanovich e West (2000), quando fazem uma distinção útil entre o funcionamento cognitivo dos Sistemas 1 e 2. As decisões tomadas baseadas no Sistema 1 são decisões visando o curto prazo, o que pode ser resolvido no momento, pois o que puder postergar decisões de longo, será feito. Kahneman (2003) afirma que o Sistema 2 é justamente o contrário do Sistema 1, onde as pessoas têm a tendência de tomar decisões de forma mais lenta, consciente, explícita e lógica.

1.6.1 Relação Gênero x Tolerância de Risco

A diferença de apetites à tomada de riscos, entre gêneros, tem sido estudada e documentada em grande número. Como exemplo, podemos citar o grande estudo realizado por Byrnes, Miller e Schafer (1999), em que analisaram 150 artigos referente à percepção de riscos entre os gêneros. Alguns trabalhos têm generalizado e sustentado cognitivas destas diferenças detalhadamente (Slovic, 1997).

Em um importante estudo que sustentou este pano de fundo para a presente investigação, Weber, Blais and Betz (2002) avaliaram os riscos que um homem e uma mulher perceberam em comportamento abrangendo cinco áreas diferentes (financeiro, saúde, *hobbies*, éticas e decisões sociais). Gêneros diferentes foram encontrados em quatro destas cinco áreas (exceto decisões sociais), com pessoas do sexo masculino percebendo menos riscos e indicando uma boa probabilidade de assumirem um comportamento de risco. Diferenças similares entre gênero têm sido encontradas em uma grande amostra no público alemão (Johnson, Wilke e Weber, 2004). De acordo com o estudo, o quesito decisões sociais é o único em que não foram encontradas diferenças entre os gêneros, ou quando há, o público do sexo feminino reportou ter uma maior propensão em assumir os riscos (Johnson et al., 2004; Weber et al., 2004). Esses estudos apontaram que o homem tem uma tolerância de risco maior que a mulher. A análise que será realizada neste estudo permitirá identificar o comportamento de homens e mulheres do público *private* mediante às situações adversas como o período pós crise.

1.6.2 Nível de Conhecimento x Tolerância de Risco

Conforme Haliassis e Bertaut (1995) e Faag, Hallahan, Mckenzie (2003), quanto maior o nível de escolaridade, maior será a tolerância do investidor à exposição ao risco. Existem alguns estudos que mostram que o nível de tolerância ao risco aumenta de acordo com a elevação do nível educacional do investidor, mesmo depois de controlados os efeitos de algumas variáveis (Sung; Hanna, 1996).

A partir dos dados levantados neste estudo poderá observar qual o público com um maior *background* (mestrado) terá uma tolerância de risco maior vis a vis ao público com menor *background* (graduação), pois tem uma maior capacidade de análise.

1.6.3 Idade x Tolerância de Risco

Existem alguns estudos que mostram a aversão ao risco de acordo com o aumento da idade (Kogan, 1961; Mcinish, 1982; Faag, Hallahan, Mckenzie, 2003), embora existam alguns outros estudos que mencionam a não existência necessária de uma linearidade nesta relação (Riley, Chow, 1992; Bajtelsmit, Vanderhai, 1997). De acordo com Faag, Hallahan, Mckenzie (2003), esta observação pode ser justificada como argumento em que os investidores mais jovens são mais propensos a assumirem mais riscos que os investidores mais velhos, pois há uma maior possibilidade de recuperar perdas. Este argumento é chamado de desconto padrão. Já Wang, Hanna (1997) e Grable, (2000) mencionam em seus estudos que não existe uma relação significativa entre as idades no que tange à tolerância de risco. Esta amostra foi dividida em 2 (dois) grupos de idade. A divisão destes grupos se deu à mediana das idades ter dado igual a 50 anos. O grupo 1 foi composto por investidores com idade entre 31 a 50 anos e o grupo 2 com investidores de idades entre 51 a 74 anos.

1.7 HEURÍSTICAS

De acordo com o dicionário Aurélio, a palavra “heurística” significa “um conjunto de regras e métodos que conduzem à descoberta, à invenção ou à resolução de problemas”. Bazerman e Moore (2010) informam que a heurística é o modo simples de tratar algo complexo. Este tipo de decisão é tomado por todos os administradores e outros profissionais que são pressionados pelo tempo. Desta forma, os indivíduos podem cometer alguns erros na tentativa de simplificar suas decisões.

Segundo Tversky e Kahneman (1973), no processo de tomada de decisão, as pessoas tentam reduzir a complexidade do problema para simplificar a sua decisão. Agindo dessa forma, eles tomam a maior parte de suas decisões baseadas em pequeno número de crenças fundamentadas em princípios heurísticos e em probabilidades subjetivas. Ou seja, as pessoas se valem de julgamentos intuitivos de probabilidades. Essas heurísticas, por um lado, são bastante úteis e, na maioria das vezes tendem a gerar julgamentos e decisões erradas.

1.7.1 HEURÍSTICA DA DISPONIBILIDADE

Sob a heurística da disponibilidade, segundo Tversky e Kahneman (1973), as pessoas avaliam a frequência, a probabilidade ou as causas prováveis de um evento pelo grau com que exemplos ou ocorrências deste evento estiverem imediatamente “disponíveis” na memória. Ou seja, é a facilidade com que determinadas ideias, lembranças ou situações vêm à mente e influenciam, dessa forma, o processo decisório.

De acordo com Bazerman e Moore (2010), a heurística da disponibilidade pode ser uma estratégia gerencial de tomada de decisões muito útil, uma vez que exemplos de eventos de maior frequência geralmente se revelam mais rapidamente nas nossas mentes do que eventos infrequentes. Conseqüentemente, essa heurística muitas vezes levará a um julgamento preciso. Entretanto, ainda segundo Bazerman e Moore (2010), esta é falível, porque a disponibilidade de informações também é afetada por fatores que não estão relacionados com a frequência objetiva do evento julgado. Esses fatores irrelevantes podem influenciar inapropriadamente a proeminência perceptual imediata de um evento.

Como exemplo, podemos citar investidores podem que passariam a não aplicar mais em imóveis, pois acreditam que no Brasil também pode surgir uma bolha imobiliária como existiu nos EUA em 2008 (crise do subprime).

1.7.2 HEURÍSTICA DA REPRESENTATIVIDADE

A heurística da representatividade consiste em qual determinado evento ou objeto lembra outro evento ou objeto. Essa lembrança serve de referência para construir mentalmente estimativas de valores ou probabilidades de ocorrência. Segundo Kahneman e Tversky (1973), a heurística da representatividade remete à influência de acontecimentos passados no processo decisório, ou seja, trata-se de uma tendência que o decisor apresenta em extrapolar o futuro a partir de acontecimentos passados. Logo, Bazerman e Moore (2010) falam que ao fazer um julgamento sobre um indivíduo, as pessoas tendem a procurar peculiaridades que ele possa ter que correspondam a estereótipos formados anteriormente.

Como exemplo, podemos mencionar quando um investidor deseja aplicar recursos em um fundo de investimentos que performou, nos últimos três meses, uma rentabilidade média de 108% do DI. Neste caso, o investidor sente-se seguro com as informações coletadas sobre este fundo, pois acredita que no quarto mês o fundo terá o mesmo desempenho, embora tenha uma amostragem pequena o suficiente para a sua tomada de decisão.

Kahnemann e Tversky (1974) falam que a heurística da representatividade pode levar o tomador de decisão a cometer alguns erros, tais como:

- Insensibilidade ao tamanho da amostra: as pessoas acreditam na denominada “lei dos números pequenos”, isto é, acreditam que as amostras aleatórias de uma população se parecerão umas com as outras e com total da população, independentemente do tamanho da amostra.
- Interpretação errada da probabilidade: suponha que um fundo de investimentos tenha performado muito bem nos últimos três meses. Neste caso, o investidor pode considerar que a rentabilidade deste fundo, no quarto mês, também será excelente.

Segundo Kahneman e Tversky (1974), uma possibilidade é comumente vista como um processo autocorretivo no qual um desvio em uma direção induz um desvio na direção oposta para restaurar o equilíbrio. Na verdade, os desvios são corrigidos à medida que as certas possibilidades se desenrolam, eles são meramente diluídos.

1.7.3 HEURÍSTICA DO AFETO

A maioria dos nossos julgamentos é despertada por uma avaliação afetiva ou emocional que ocorre mesmo antes que ocorra qualquer raciocínio de nível mais alto (KAHNEMAN, 2003).

De acordo com Gilbert (2002), uma manifestação do pensamento no Sistema 1, a heurística do afeto tem uso mais provável quando as pessoas ocupadas ou sob restrições de tempo.

1.7.4 HEURÍSTICA DA ANCORAGEM

A heurística da ancoragem refere-se à elevada relevância dada a uma informação inicial, geralmente um valor, que pode ter sido sugerida pela formulação do problema ou pelo resultado de uma computação parcial. A partir desta heurística, os tomadores de decisão tomam este valor como ponto de partida para realizar estimações, sendo estas muito próximas desse valor inicial. Sendo assim, esse valor funcionaria como uma âncora, mesmo quando essa informação fornecida não é necessariamente relevante à situação.

A ancoragem consiste na tendência das estimativas dos indivíduos de serem extremamente influenciadas por crenças e opiniões prévias ou por eventos salientes.

Nesta heurística, Kahneman e Tversky (1979) evidenciam que muitas pessoas se baseiam em um dado mais recente para que sirva de base de uma informação “base” para uma possível tomada de decisão no futuro. Segundo eles, isto ocorre quando há alguma situação que gere risco. Ainda conforme Kahneman e Tversky (1979), o conceito de ancoragem com ajustamento insuficiente é a partir da ocorrência de um fato com dados iniciais ou oriundos do resultado de uma estimativa parcial. Nestes casos, eles mencionam que qualquer ajuste será insuficiente e as estimativas serão direcionadas ao ponto de partida inicial. Como exemplo, podemos citar quando um investidor aplicou recursos, há anos atrás, em um CDB com rentabilidade mensal

de 1%. Ao vencer esta aplicação, este investidor não aceita renovar a mesma aplicação com taxas menores das quais aplicadas anteriormente, mesmo tendo ciência que o cenário de investimentos é diferente vis-à-vis anos atrás.

De acordo com Kruger (1999), o ajuste insuficiente é reflexo da tendência das pessoas a minimizar o seu esforço cognitivo, pois interpreta este viés como um “esforço envolvido em fazer ajustes a partir da âncora”. Porém, já Chapman e Johnson (1994) mencionam que a âncora funciona como uma opinião, fazendo com que os dados mais consistentes estejam mais disponíveis na memória.

Quando falamos em investimentos que o investidor realiza, ainda existem pessoas que se ancoraram nas elevadas rentabilidades proporcionadas, em uma época que de taxa de juros alta.

2 METODOLOGIA

2.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

A metodologia deste trabalho, pode ser definida como descritiva, onde foi realizada uma pesquisa de campo com aplicação do questionário *suitability*. Como técnica de pesquisa, utilizou-se da pesquisa conclusiva, pois houve levantamento de dados com questionário de análise do perfil do investidor.

Esta pesquisa pode ser definida como um estudo descritivo, pois proporciona a maior consistência das informações obtidas na pesquisa. Conforme Jung (2004, p. 152), pesquisa descritiva realiza a “identificação, registro e análise das características, fatores ou variáveis que se relacionam como o fenômeno ou processo”. Essa análise permitirá verificar o perfil do investidor em relação à aversão ao risco, tolerância de liquidez, histórico de perdas em crises passadas e influências pessoais (se o investidor é executivo, herdeiro, empreendedor, sexo, grau de instrução e idade).

Para entender as influências e características pessoais dos investidores brasileiros em suas alocações de ativos foram utilizados dados primários e secundários. O método de comunicação adotado foi o questionário fechado (*suitability* – anexo 1) aplicado presencialmente, sugerido pela ANBIMA. Para este público, houve a necessidade de fazer uma entrevista in loco, através de questionário para que fosse possível coletar informações primárias. No questionário, os entrevistados foram arguidos sobre idade, gênero, grau de escolaridade, estado civil, profissão, ocupação, origem do patrimônio, patrimônio estimado, remuneração mensal e alocações.

A amostra estudada, que tinha exposição ao risco de mercado em renda variável, estava alocada exclusivamente em fundos de ações e não diretamente em ações, na BOVESPA. Esta amostra foi dividida em 2 (dois) grupos de idade. A divisão destes grupos se deu à mediana das idades ter dado igual a 50 anos. O grupo 1 foi composto por investidores com idade entre 31 a 50 anos e o grupo 2 com investidores de idades entre 52 a 74 anos.

Para confirmar a hipótese, de que o investidor aloca corretamente, ou não, os seus recursos, foi realizada uma pesquisa de campo baseada na aplicação do questionário *suitability* (anexo 1). Conforme a ANBIMA, não existe um questionário padrão de levantamento de perfil, mas aconselha realizar perguntas quanto ao recurso

a ser aplicado, conhecimento de produtos do mercado financeiro, prazo previsto da aplicação do recurso, comportamento mediante adversidades do mercado, etc. Além disso, ela não exige uma distribuição padrão para definir os perfis de investidores quanto ao risco. Dado isso, com o objetivo de definir um padrão de perfil de risco e com base na volatilidade histórica dos ativos apresentada na tabela 1 (p. 23), foram criados três níveis de distribuição dos ativos, que são:

- Conservador:
 - 70% em ativos pós fixados referenciados DI
 - 20% em ativos de renda fixa (pré fixados e indexados)
 - 10% em fundos multimercado
 - 0% em fundos de ações
- Moderado:
 - 50% em ativos pós fixados referenciados DI
 - 20% em ativos de renda fixa (pré fixados e indexados)
 - 20% em fundos multimercado
 - 10% em fundos de ações
- Agressivo:
 - 30% em ativos pós fixados referenciados DI
 - 20% em ativos de renda fixa (pré fixados e indexados)
 - 25% em fundos multimercado
 - 25% em fundos de ações

Além desta, definiu-se que o investidor aplicou em duas categorias de ativos: com e sem risco. Para considerar a categoria das aplicações sem risco, consideraram-se aplicações em fundos DI, LCI, LCA, CDB DI, títulos públicos federais e previdência privada (esta última considerando que todos os entrevistados só investem em previdência com 100% do patrimônio do fundo alocado em ativos de renda fixa). Já na categoria dos ativos de aplicações com risco, definiu-se as aplicações em fundos multimercados (FIM), ações (FIA) e fundos imobiliários (FII).

A falta de uma padronização para a definição de perfis dos investidores, faz com que os consultores de investimentos e gestores de patrimônio, façam classificações do perfil de risco do investidor de forma totalmente subjetiva.

2.2 CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO

O processo de alocação de ativos no presente estudo teve como foco uma população de 100 (cem) investidores do segmento *Private Banking* (PB), com patrimônio mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) em investimentos financeiros alocados nos maiores *private banks* nacionais.

As diferenças em preferências de risco poderiam ser um fator contributivo do já conhecido *gap* salarial entre os gêneros, comportamento de um gênero ou outro no ambiente competitivo (GNEEZY *et al.*, 2003; GNEEZY; RUSTICHINI, 2004) e as diferenças nas escolhas das carreiras (DOHMEN; FALK, 2005). De acordo com Persico (2004), o impacto das idades implica no aumento do conservadorismo financeiro perante a sociedade.

2.3 INSTRUMENTOS DE AVALIAÇÃO DO PERFIL DO INVESTIDOR

O questionário de levantamento de perfil do investidor surgiu em 2010 com a ANBIMA para os fundos que proporcionavam maior risco ao investidor. Em de 13 de novembro de 2013, foi aprovada a instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 539, com o objetivo de coletar informações do investidor e, com base nestas realizar uma análise mais correta da sua situação financeira, experiência em investimentos e objetivos a serem alcançados. Além disso, esta instrução procura verificar a adequação que os produtos, serviços operações estejam em conformidade com o perfil do cliente.

Para uma melhor definição do perfil do investidor, os pontos básicos do questionário de análise do perfil do investidor (API), são: experiência com investimentos; verificar qual o prazo que o investidor pretende manter seus recursos aplicados; objetivos de investimentos e rentabilidade a serem alcançados e tolerância de risco aceito pelo investidor.

Este questionário tomou uma maior importância após a crise do *subprime*, nos EUA, pois houve uma grande quantidade de investidores conservadores que migraram seus investimentos para aplicações em renda variável, devido à alta rentabilidade que deu nos anos que antecederam a crise. Como o IBOVESPA seguia em alta constantemente, estes investidores conservadores foram “iludidos” pela Teoria da Disponibilidade em FC. A maior parte das perdas dos investidores

brasileiros foi com investimentos relacionados à bolsa de valores. Com isso, a CVM passou a exigir que todas as aplicações realizadas e/ou sugeridas por profissionais do mercado financeiro estivessem em conformidade com as informações passadas pelo investidor, principalmente ao grau de tolerância de risco.

3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.1 RESULTADOS DA PESQUISA

Neste tópico, serão apresentados os resultados das coletas das informações junto ao público pesquisado. Foram realizadas 100 pesquisas juntos à investidores com investimentos financeiros no valor mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais), na cidade de Goiânia. As maiores dificuldades encontradas para a realização da pesquisa foram a marcação da entrevista e a desconfiança dos investidores quanto a divulgação das informações financeiras. Para que o pesquisador conseguisse marcar as entrevistas, em alguns casos, este teve que apresentar uma carta de pesquisa de dissertação para uma outra instituição do mercado financeiro informando que o objetivo da coleta das informações era para fins acadêmicos (anexo II).

No gráfico 5, poderá ser observado que 50% dos entrevistados foram homens e 50% foram mulheres.

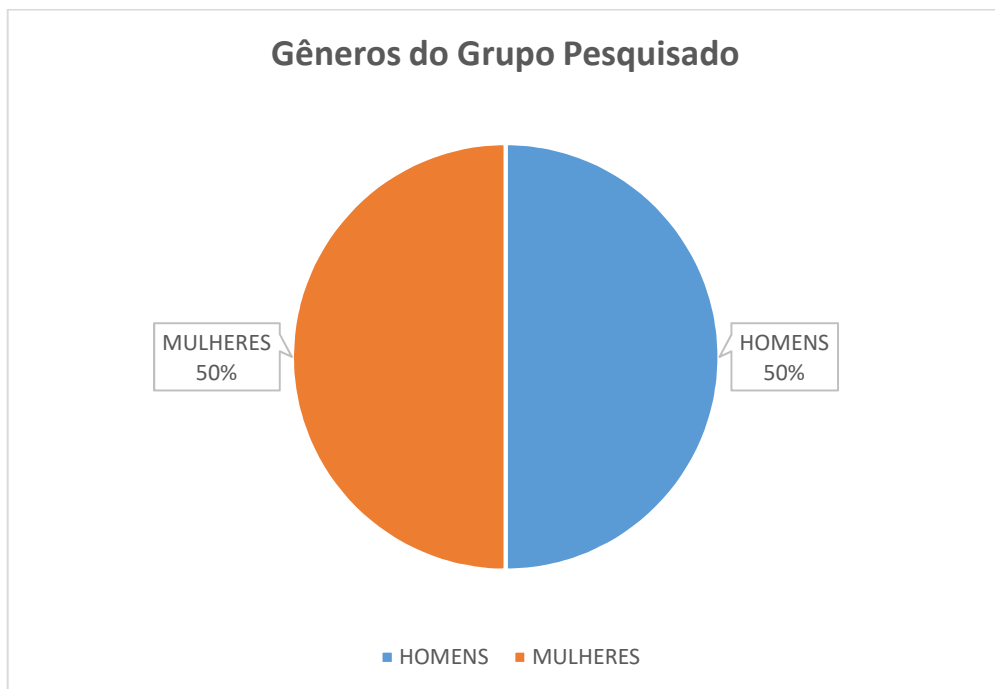


Gráfico 5: Gênero dos Entrevistados.

Fonte: Autor da Pesquisa.

Dentro grupo do pesquisado, poderá ser observado, conforme o gráfico 6, as profissões dos investidores. Dentre os pesquisados, na categoria empresários, o sexo

masculino predominou com 77,77%. Já na categoria médicos, a sexo feminino teve uma relevante predominância com 95%.

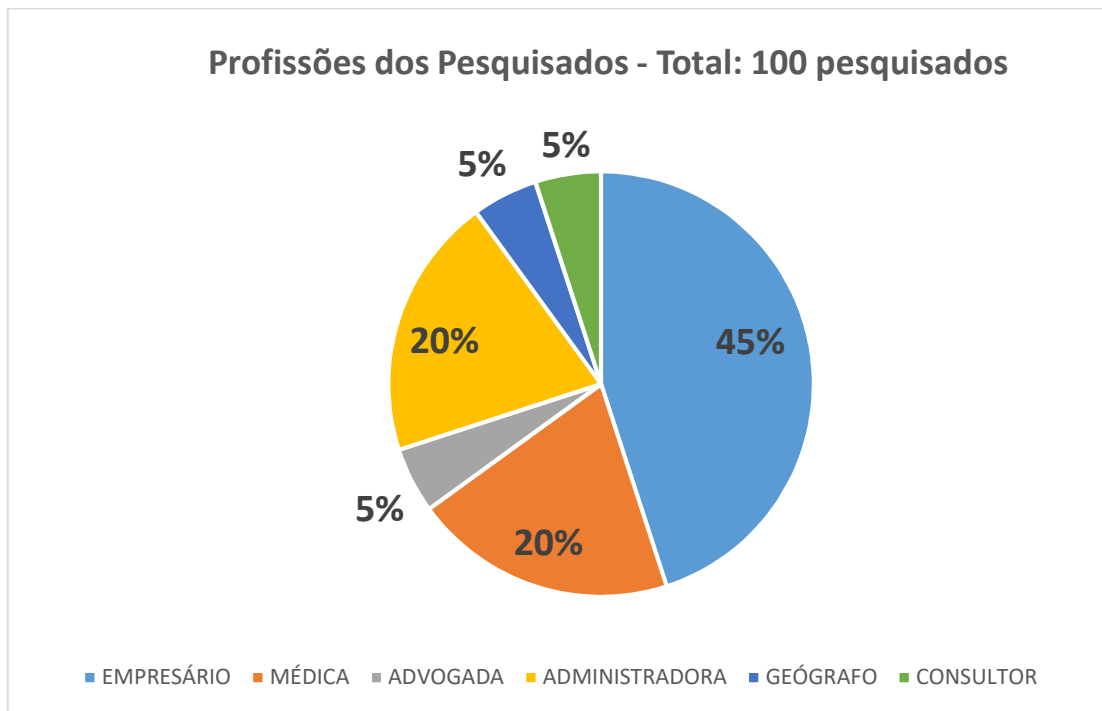


Gráfico 6: Profissões da Amostra Pesquisada.

Fonte: Autor da pesquisa.

O objetivo desta pesquisa era verificar se os recursos financeiros do investidor de nível *PRIVATE*, da cidade de Goiânia estava enquadrado conforme o seu perfil de tolerância de risco. Observou-se que esta hipótese se confirmou quando, conforme o gráfico 7, verificou-se que 55% dos entrevistados estavam desenquadrados, ou seja, fora da sua tolerância de risco. Esta tolerância pode ser tanto o investidor que possui um perfil mais conservador e estava com seus recursos financeiros alocados em ativos com maior risco, quanto os investidores que tinham maior apetite ao risco, porém estavam com seus recursos financeiros investidos em investimentos mais conservadores.

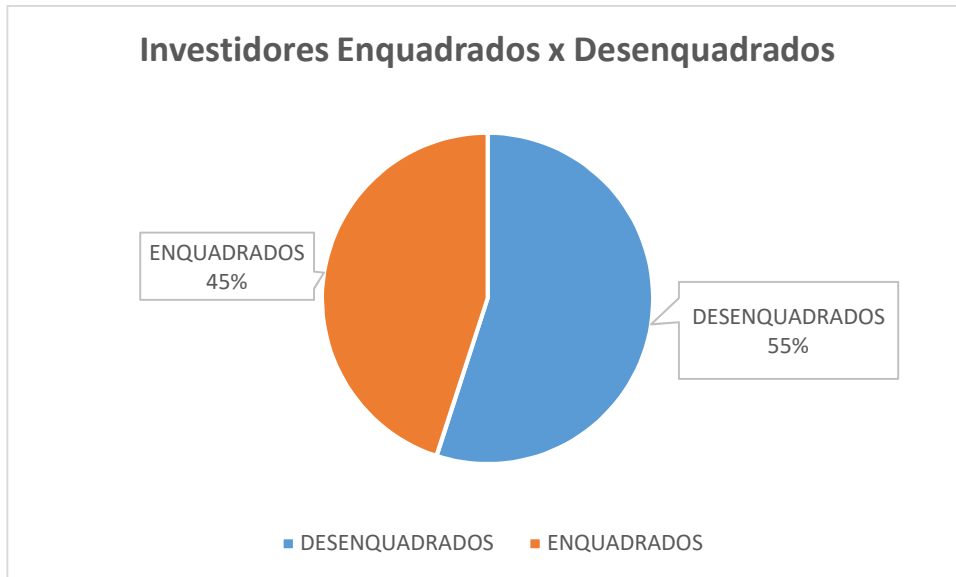


Gráfico 7: Comparativo dos Investidores Enquadrados x Desenquadrados
 Fonte: Autor da pesquisa

No gráfico 8, ilustra, dentre os investidores desenquadrados, a maneira que seus recursos financeiros estavam aplicados. Quando é mencionado o termo “menor para maior risco”, significa que o investidor tinha uma maior tolerância de risco e seus recursos financeiros estavam aplicados em ativos mais conservadores. Já no termo “maior para menor risco” é exatamente o inverso, ou seja, é o investidor que tinha uma menor tolerância ao risco e seus recursos financeiros estavam aplicados, na sua maioria, em ativos que proporcionavam uma maior volatilidade.

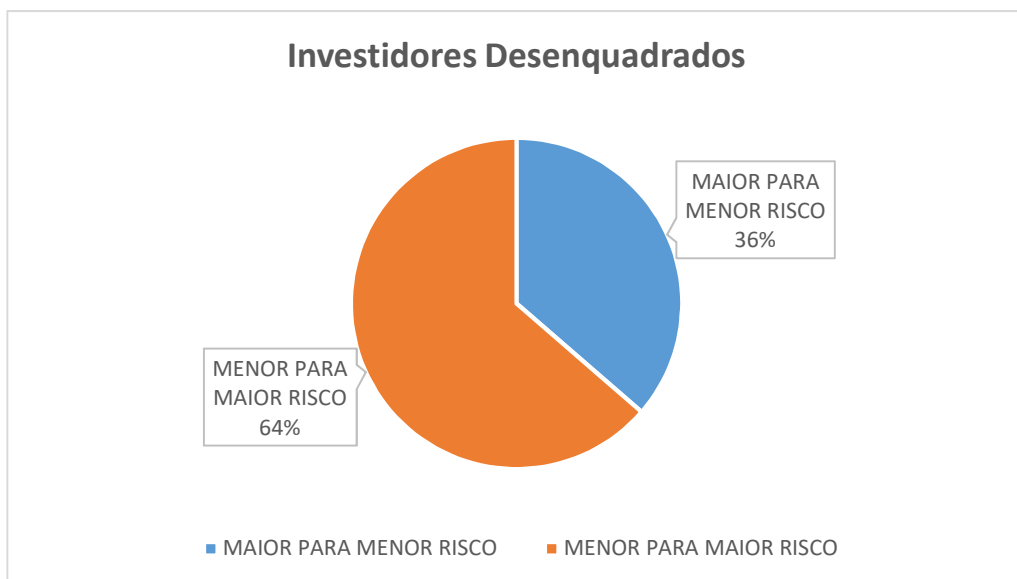


Gráfico 8: Tipos de desenquadramentos dos investidores
 Fonte: Autor da pesquisa.

Formulou-se a hipótese básica de que profissionais do mercado financeiro financeiro, que não são especializados em alocação de ativos, não levam em conta as características comportamentais de seus clientes, realizando investimentos que não condizem com o perfil do investidor. Durante a pesquisa – e representada no gráfico 9 – observou-se que esta hipótese foi confirmada, através das entrevistas realizadas com os investidores pesquisados, onde, dos desenquadrados, 58,18% foram orientados por funcionários de instituições financeiras, 9,10% foram orientados por consultores independentes, 16,36% foram indicações de amigos e 16,36% foram decisões de investimentos tomadas pelo próprio investidor.

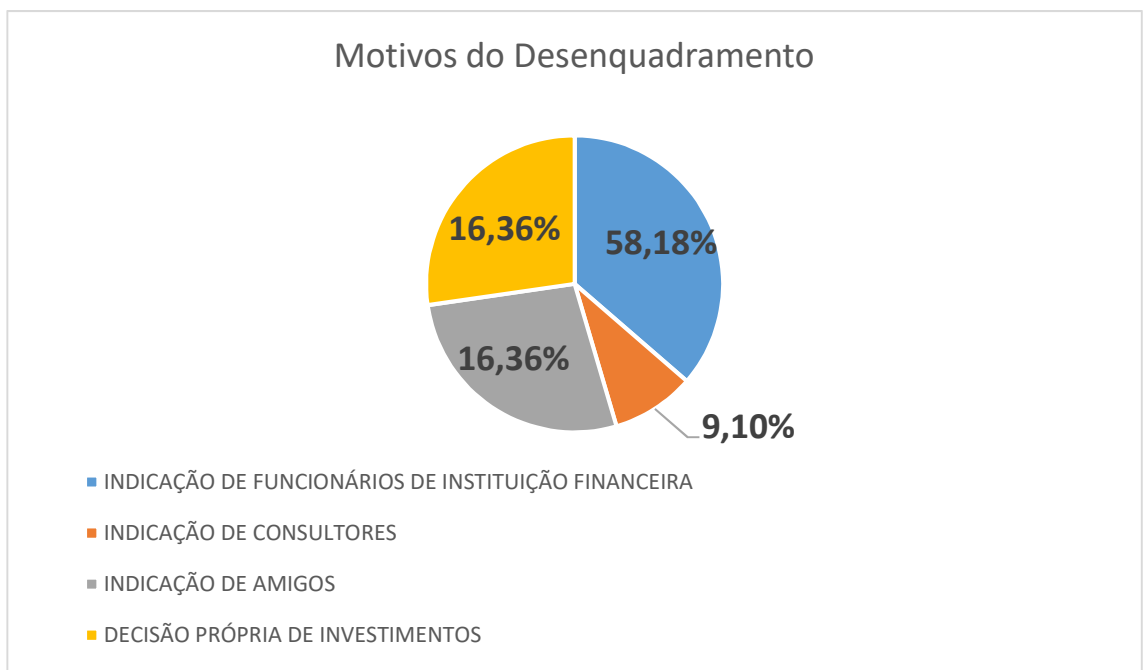


Gráfico 9: Motivos do Desenquadramento do Investidores *Private*

Fonte: Autor da pesquisa

CONCLUSÃO

Neste trabalho foi procurado verificar se a alocação dos recursos financeiros dos investidores de nível *private bank* estavam alocados conforme o seu perfil de tolerância de risco. No Brasil, não se tem uma educação financeira desenvolvida ao ponto das pessoas não saberem como podem planejar uma aposentadoria financeira saudável, ou seja, não tem a visão de longo prazo para uma vida financeira saudável na sua velhice. Atualmente, existe um programa oficial sobre educação financeira com o objetivo de difundir esta “disciplina” aos brasileiros. Como comparativo, nos Estados Unidos, a educação financeira é disciplina obrigatória nas escolas desde às séries iniciais. Com isso, o comportamento do investidor, mesmo das maiores classes sociais pode ser influenciado, devido o não conhecimento das alternativas de investimentos. O perfil do investidor brasileiro é mais conservador pela falta de educação financeira, cultura da aplicação em ativos imobilizados e em produtos de renda fixa. Este último, dá-se ao histórico da alta taxa de juros, como pode ser comprovado pelo histórico de rentabilidade entre o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e a bolsa no período de 20 anos.

Esta falta da educação financeira nos investidores brasileiros, pode ser verificada no tipo de pensamento existente para a tomada de decisão. Stanovich e West (2000), mostram isso pelos Sistemas 1 e 2, onde o modo de pensar mais rápido e prático (Sistema 1) é predominante nos investidores.

O aprofundamento do estudo em finanças comportamentais é crucial para um melhor entendimento do comportamento do investidor perante às oscilações do mercado. A Teoria do Prospecto, conforme Kahneman e Tversky (1979), menciona que existe uma diferenciação na tolerância de risco entre o lucro e a perda e isso foi observado na pesquisa realizada. Os investidores do grupo 2 (idades de 51 a 74 anos) possuem uma maior aversão às perdas do que investidores do grupo 1. Este fato corrobora com as pesquisas realizadas por Kogan (1961), McInish (1982) e Faag, Hallahan, McKenzie (2003).

Nas entrevistas realizadas também foram verificadas a falta de interesse, por conta do investidor, em aprender e entender a informação básica de produtos e alternativas de investimentos. Este desinteresse pelo mercado financeiro também teve a contribuição da histórica incerteza política e uma alta taxa de juros.

Conforme pesquisa realizada, 55% dos investidores, de nível *private*, da cidade de Goiânia, estão desenquadrados com relação à sua tolerância de risco onde, 58,18% destes seguiram indicações de funcionários de instituições financeiras, 16,36% seguiram indicações de investimentos oriundas de amigos, 16,36% tomaram decisões próprias de investimentos e 9,10% seguiram sugestões de consultores independentes.

Destes que realizaram investimentos por decisão própria, tomaram como base a rentabilidade dos ativos no curto prazo, ou seja, o investidor aplicou seus recursos financeiros conforme a Teoria da Disponibilidade de Tversky e Kahneman (1973), pois o investidor não levou em consideração o histórico de rentabilidade, e sim, somente a rentabilidade no curto prazo.

Então, podemos concluir que a educação financeira, mesmo no nível básico, é de suma importância para que o investidor entenda as necessidades e alternativas de investimentos corretas para que seus recursos financeiros estejam aplicados de forma correta. Desta forma, seus objetivos de investimentos serão atingidos com maior êxito e este investidor não ficará exposto a riscos desnecessários.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS). *Código ANBIMA de regulação e melhores práticas para as atividades de private banking no mercado doméstico*. Disponível em <http://www.anbima.com.br/circulares/arqs/cir2010000103_C%C3%B3digo%20de%20Melhores%20Pr%C3%A1ticas%20para%20Atividade%20de%20Private%20Banking_20101025.pdf>, acesso em maio, 2017.

ASSAF NETO, A. *Mercado financeiro*. São Paulo: Editora Atlas, 2012.

ÁVILA, Lucimar Antônio Cabral de; OLIVEIRA, Alanna Santos de; ÁVILA, Jéssica Rayse de Melo Silva; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; Behavioral Biases in Investors' Decision: Studies Review from 2006-2015; Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB, Salvador, v. 6, n. 2, p. 112-131, maio/ago.; 2016.

BAJTELSMIT, V.; BERNASEK, A. Why Do Women Invest Differently Than Men?. **Working Paper the Colorado State University**, 10p. 1996.

BAZERMAN, M.H. *Judgment in managerial decision making*. 5th ed. New York: Wiley, 2002.

BAZERMAN, M.H.; MOORE, D. A. Is it time for auditor independence yet? *Accounting, Organizations and Society*, V36, p.310-312, may/july 2011.

BENJAMIN, D.J.; CESARINI, D.; CHABRIS, C.F.; GLAESER, E.L.; LAIBSON, D.L. et al. (forthcoming) The Promise and Pitfalls of Genoeconomics. *Annual Review of Economics*. 2010.

BONDT, W. F. M.; THALER, R.; Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, v. 40, n. 3, p. 793-805, July 1985.

CESARINI, D.; JOHANNESSON, M.; LICHTENSTEIN, P.; SANDEWALL, Ö.; WALLACE, B.; Genetic Variation in Financial Decision-Making. *The Journal of Finance*. v. 65(5): 1725-1754, 2011.

CHAPMAN, G. B., JOHNSON, E. J. The limits of anchoring. *Journal of Behavioral Decision Making*, v. 7, n. 4, p. 223-242, 1994.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>

CONLISK, J. Bounded Rationality and Market Fluctuations, *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 29, n.2, p. 233-250, March 1996.

FAMA, Eugene F. *Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eight Annual Meeting of the American Finance Association; New York. NY. 1970.*

DOHMEN, T.; FALK. A.; Performance Pay and Multi-dimensional Sorting: Productivity, Preferences and Gender. IZA Discussion Paper No. 2001. Mar 2006

DOHMEN, T.; FALK. A.; HUFFMAN, D.; SUNDE, U.; SCHUPP, J.; WAGNER, G. G.; Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants and Behavioral Consequences. *Journal of the European Economic Association*, v. 9(3): 522–550, 2011.

DOHMEN, T.; FALK, A.; HUFFMAN, D.; SUNDE, U.; The Intergenerational Transmission of Risk and Trust Attitudes. *Review of Economic Studies*. v.79(2), 645-677. 2012.

FERREIRA, C.F.; YU, A.S.O. todos Acima da Méida: Excesso de Confiança em Profissionais de Finanças. **RAUSP**, São Paulo, v.38, n.2, abril/maio/junho/2003, p.101-111.

GAVA, Alexandre Majola; VIEIRA, Kelmara Mendes. Risco e Gênero: Medindo a Tolerância ao Risco e as Diferenças entre Gêneros. *Revista de Ciências da Administração*. V. 10, n. 20, p. 116-140, Jan/Abr. 2008.

GNEEZY, U.; NIEDERLE, M.; RUSTICHINI, A. Performance in competitive environment: gender differences. *Quarterly Journal of Economics*, 118(3):1049-74, 2003.

GNEEZY, U; RUSTICHINI, A. Gender and competition at a young age. *American Economic Review Papers and Proceedings*. 94(2):377-81, 2004.

GUIISO, L.; PAIELLA, M. Risk-aversion, wealth, and background risk, CEPR *Discussion Paper 2728*, 2001

GUIISO, L.; PAIELLA, M., Risk Aversion, Wealth, and Background Risk, *Journal of the European Economic Association*, v. 6(6), p.1109-1150, 2008

HALFELD, M.; TORRES, F.F.L.; *Finanças Comportamentais: Aplicações no Contexto Brasileiro*. RAE – Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v.41, n.2, abril/junho/2001, p.64-71.

HALIASSOS, M.; BERTAUT, C. C. Why do so few hold stocks? *The Economic Journal*, v. 105, n. 432, p. 1110-1129, 1995. <<http://dx.doi.org/10.2307/2235407>>.

HALLAHAN T. A., FAFF R. W., MCKENZIE M. D. An empirical investigation of personal financial risk tolerance. *Financial Services Review*. v. 13, p. 57–78. 2004.

JOHNSON, J.; WILKE, A.; WEBER, E.U. Beyond a Trait View of Risk Taking: A Domain-Specific Scale Measuring Risk Perceptions, Expected Benefits, and Perceived-Risk Attitudes in German-Speaking Populations. *Polish Psychological Bulletin*, Vol. 35, pp. 153-172, 2004.

JUNG, C.F. *Metodologia para pesquisa & desenvolvimento: aplicada a novas tecnologias, produtos e processos*. Rio de Janeiro: Axcel Books, 2004.

KAHNEMANN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, Evanston, v.47, n.2, p.263-291, Mar. 1979.

KAHNEMANN, D. Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*, v.93(5), p. 1449-1475, Dec. 2003.

KEARNEY, A.T. *Private banking: in a new era. A study based on insights from key stakeholders, within the private banking industry*. Newton Associates, 2014.

KIMURA, H.; BASSO, L.F.C.; KRAUTER, E. Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna Versus Finanças Comportamentais. RAE – Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v.46, n.1, janeiro/março, 2006, p.41-58.

KRUGER, Justin. Lake Wobegon be gone! The below average effect and the egocentric nature of comparative ability judgments. *Journal of Personality and social psychology*, v. 77, n. 2, p. 221-232, 1999.

LINTNER, G. Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The Planner*, 13(1), 7-8, 1998.

LUCENA, W.G.L.; FERNANDES, M.S.A. ; DA SILVA, J.D.G. A contabilidade comportamental e seus efeitos cognitivos no processo decisório: uma amostra com operadores da contabilidade. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.

MACEDO, A. F. P.; NOBRE, F. C.; NOBRE, L.H.; SILVA, W. V. Análise de relação entre variáveis demográficas e escores de tolerâncias ao risco. *Rev. Adm. UFSM*, Santa Maria, v.10, número 1, p. 116-128. Jan. – Mar. 2017.

MINETO, A. A. L. Percepção ao risco e efeito disposição: Uma análise experimental da teoria dos prospectos. 2005. 153 f. (Doutorado) Universidade Federal de Santa Catarina (USFC), Florianópolis, 2005.

NASCIMENTO, C. T.; MARQUES, E. M. L.; BORGES, F. A.; BORINHA, F.A.; LEMES, S. IAS 34: a atualização das informações divulgadas por empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, Santa Catarina, v. 10, n. 1. 2011. Disponível em:<https://www.researchgate.net/publication/266288965_IAS_34_a_atualizacao_da_s_informacoes_divulgadas_por_empresas_de_capital_aberto_no_Brasil>. Acesso em: 17 set. 2016

NOFSINGER, John R.; *A Lógica do Mercado – Como lucrar com Finanças Comportamentais*, Ed. Fundamento Educacional, São Paulo, 2006.

ODEAN, T. Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders are above Average. *Journal of Finance*, v.53, n.6, p.1887-1934, December 1998.

RILEY, W.B. ; CHOW, V.K. Asset allocation and individual risk aversion. *Financial Analysts Journal*, v. 48 (6), p. 32-37. 1992

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. de S. Finanças comportamentais no Brasil: um estudo comparativo. *RAE - Revista de Economia e Administração*, v. 6, p. 49-68, 2007

Scorpio Partnership; <http://www.scorpionpartnership.com/knowledge/report/scorpio-partnership-global-private-banking-benchmark-2017/>

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. de S. Finanças comportamentais no Brasil: um estudo comparativo. *RAE - Revista de Economia e Administração*, v. 6, p. 49-68, 2007.

SAVAGE, L. *The Foundations of Statistics*. New York: Wiley, 1964.

SHEFRIN, H.; STATMAN, M.; The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too long; Theory and Evidence. *Journal of Finance*, v.40, n.3, July 1985, p.777-790.

SHEFRIN, H. *Beyond greed and fear*. Harvard Business School Press, 2000.

SHEFRIN, H., "How Psychological Pitfalls Generated the Global Financial Crisis," in *Voices of Wisdom: Understanding the Global Financial Crisis*, Laurence B. Siegel, ed., Research Foundation of CFA Institute, 2010.

SLOVIC, P. *Assessment of risk taking behavior*. *Psychological Buletin*, Washington, v.61, n.3, p.330-333, Mar. 1964.

STANOVICH, K. E., WEST, R. F. Individual differences in reasoning Implications for the rationality debate *Behavioral and Brain Sciences*, v. 22, p. 645-665. 2000.

SUNG, J.; HANNA, S. Factors Related To Risk Tolerance. *Association for Financial Counseling and Planning Education*, v. 7, p. 11-19, 1996.

STATMAN, Meir. *Behavioral finance versus standard finance: behavioral finance and decision theory in investment management*. In: *AIMR CONFERENCE*, 5., 1995,

THALER, R.H.; The and of Behavioral Finance. *Financial Analyst Journal*, v.55, n.6, p.12-17, November-December 1999.

THALER, R.; BARBERIS, N. *A survey of behavioral finance*. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Ed.). *Handbook of the economics of finance*. New York: North-Holland, 2003.

THALER, R.H. MULLAINATHAN, S. *Behavioral Economics*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 7948, 2000.

THALER, R.H. *The End of Behavioral Finance*. Association for investment management and research, November/December, 1999.

WEBER, E. U., BLAIS, A.-R., BETZ, N. A. domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors. *Journal of Behavioral Decision Making*, v.15, p. 263-290, 2002.

YOSHINGA, C.E.; OLIVEIRA, R.F. de; SILVEIRA, A.D.M. da.; BARROS, L.A.B.de.: *Finanças Comportamentais: Uma introdução*, 2008

YOSHINAGA, C.E.; RAMALHO, T.B. *Finanças Comportamentais no Brasil: Uma Aplicação da Teoria da Perspectiva em Potenciais Investidores*. RBGN – Revista Brasileira de Gestão e Negócios. V.16, n.53, p.594-615, Out./Dez.; 2014.

WYMAN, O. *The future of private banking: a wealth of opportunity?* MMC, 2008.

ANEXO 1: QUESTIONÁRIO SUITABILITY

Sexo:	
Profissão:	

Responda a todas as perguntas abaixo marcando com um "X" a opção que melhor se enquadra ao seu perfil:

	Qual a sua faixa etária?
	Até 36 anos
	Entre 37 e 55 anos
	À partir de 56 anos
	Em que faixa de valor situa-se o montante de seus investimentos financeiros?
	De R\$1.000.000,00 a R\$2.000.000,00
	De R\$2.000.000,01 a R\$4.000.000,00
	De R\$4.000.000,01 a R\$6.000.000,00
	Mais de R\$6.000.000,00
	Em que horizonte de tempo você estima resgatar os recursos investidos?
	Menos de 1 ano
	Entre 1 e 2 anos
	Mais de 2 anos
	O valor dos investimentos financeiros (citado na pergunta 2) corresponde a aproximadamente que percentual do seu patrimônio total (bens imóveis e móveis, aplicações financeiras e investimentos)?
	De 0% a 10%
	De 11% a 20%
	Acima de 20%
	Como você avalia o seu conhecimento e experiência no mercado financeiro?
	Nenhum ou pouco, preciso de orientações
	Conheço os fundamentos básicos e tenho alguma experiência no mercado de ações
	Tenho conhecimento, experiência com derivativos (Ex. Termo, Opções, Futuros de Índices, BTC Tomador e outros)
	Qual das alternativas melhor define os seus objetivos de investimento?
	Preservar o capital, contra a inflação
	Aumento real do capital em relação a inflação, limitando possíveis perdas em até
	Obter ganhos expressivos sobre o capital, estando disposto a assumir maiores
	Indique em que produtos você possui investimentos atualmente em qualquer das instituições financeiras:
	Poupança, fundos de renda fixa ou títulos públicos
	Ações à vista, fundos de ações e multimercados, BTC Doador, e mais os anteriores
	Derivativos (Ex. Termo, Opções, Futuros de Índices, BTC Tomador e outros) e mais os anteriores

	Quanto ao valor citado na pergunta 2, você aplicaria em um investimento de risco, considerando que este poderia lhe trazer um ótimo retorno?
	Não aplicaria em um investimento de risco
	Aplicaria até 20%
	Aplicaria mais de 20% ou até mesmo todo
	Qual das alternativas melhor define o seu apetite a risco nos investimentos no mercado financeiro?
	Não pretendo assumir riscos
	Estou disposto a assumir riscos para alcançar maior rentabilidade
	Estou disposto a assumir maiores riscos para alcançar rentabilidade expressiva
	Qual dos motivos abaixo levou o Sr(a) a escolher as alternativas de investimentos, nas quais aplicou seus recursos financeiros?
	Indicação de Amigos
	Indicação de Consultores Independentes
	Indicação de funcionários de instituições financeiras
	Tomei minha própria decisão de investimentos, sem nenhuma indicação.
	Que decisão você tomaria se estivesse investido em um produto de renda variável (ações, termo, opções ou outros) e ocorresse uma queda de 20% em suas posições?
	Venderia todas as posições e aplicaria em renda fixa
	Venderia parcialmente as posições e aplicaria em renda fixa
	Manteria o investimento, aguardando recuperação do mercado
	Aumentaria o investimento nas posições para reduzir o custo médio

Perfil de Risco do Cliente Investidor: