

2 Referencial teórico

Este capítulo é dividido em sete seções, a primeira seção traz um breve resumo da teoria clássica de finanças, em seguida se faz uma revisão de finanças modernas e comportamentais, descrevendo os vieses no processo cognitivo de maior relevância. A terceira seção aborda a literatura relacionada ao comportamento do consumidor e suas especificações quanto decisões financeiras. A quarta e a quinta seção apresentam uma revisão dos estudos acerca da tolerância ao risco, e sobre os aspectos mais importantes que devem ser considerados. A sexta seção apresenta a instituição regulamentadora ANBIMA, os objetivos e os mercados que esta supervisiona. E a última seção descreve a política de Análise do Investidor e como funciona o processo do *suitability*.

2.1. Teoria clássica de finanças

Finanças comportamentais dentre outros, tem sua principal contribuição para os estudos na área de administração ao demonstrar as influências dos aspectos psicológicos dos investidores, que surgem quando as pessoas formam suas crenças e preferências. É uma área que tenta colaborar para o entendimento da mente do investidor e para seu comportamento irracional.

Buscando entender como o investidor se comporta, as instituições financeiras devem educar e trazer o investidor de volta a racionalidade, para que possam ajudar seus investidores a tomarem decisões ótimas de carteiras no longo prazo. A teoria moderna do portfólio destaca a importância das preferências do investidor, em particular a aversão ao risco que é crucial no momento de decisões de aplicações financeiras.

Desta forma tornou-se necessário o estudo das finanças modernas e finanças comportamentais como base para entendimento do comportamento dos investidores, assim como as principais teorias referentes à tolerância do risco.

2.2. Hipótese dos mercados eficientes

A hipótese dos mercados eficientes (HME) foi elaborada por Eugene Fama nos anos 60 e tem sido a teoria central na área de finanças por quase 40 anos. Esta preposição teórica gerou uma enorme produção acadêmica e até hoje domina os livros-textos de finanças. Resumidamente Fama (1970) definiu que um mercado eficiente de uma forma bem simples, é aquele mercado em que cada preço de ativo reflete todas as informações disponíveis sobre aquele ativo. Ou seja, que os mercados deveriam sempre estar em equilíbrio.

A hipótese dos mercados eficientes tem dois pilares fundamentais: a teoria da utilidade esperada e as expectativas racionais. De forma simplificada, unidos estes dois pilares afirmam que os indivíduos são considerados perfeitamente racionais, conhecem e ordenam de maneira lógica suas preferências, buscando maximizar a “utilidade” de suas escolhas, e conseguindo atribuir com precisão probabilidades aos eventos futuros, quando submetidos a escolhas que envolvam incertezas. Partindo de alguns axiomas da “função utilidade” que descreve que preferências individuais são organizadas e traduzidas para uma linguagem algébrica, o enfoque da utilidade esperada propõe uma teoria lógica do comportamento humano, uma vez observado os pressupostos da racionalidade seria possível prescrever normativamente como os indivíduos deveriam agir.

Assume-se, nesse modelo, que as informações relevantes, sobre os ativos dos mercados de capitais, são recebidas e processadas simultaneamente e homogeneamente pelos agentes. Uma vez que estes agentes, os investidores, são perfeitamente racionais, suas decisões serão lógicas e corretas, a precificação dos ativos é feita através de uma análise fundamentalista (valor presente do fluxo de caixa futuro), e ao surgir novas informações os agentes rapidamente respondem fazendo o preço retornar o equilíbrio. Desta forma, os preços de mercado deverão sempre refletir exatamente o valor fundamental dos ativos, incluindo ao longo do tempo novas informações gerando as melhores estimativas de valor para estes bens. Distorções não deveriam ocorrer, consideradas anomalias, mas que poderiam ser percebidas através de mecanismos de arbitragem e capturadas pelos agentes racionais, não afetando os mercados. Neste cenário, aonde os preços dos ativos representam todas as informações disponíveis, não faria sentido

investidores buscarem retornos mais elevados através alguma diferença de informação através de seus processos de análise. Os investidores deveriam apenas investir em índices de mercado, garantindo assim o retorno de equilíbrio. Mas como a pratica sugere esta não é a realidade.

Roberts (1967) e Fama (1970) definiram três formas de eficiência de mercado: fraca, semiforte e forte. A forma fraca de um mercado eficiente ocorre quando os preços dos ativos incorporam informações passadas, e a variação dos preços acontece sempre que novas informações surgem no mercado, modificando assim o retorno esperado. Na forma semi-forte, os preços atuais refletem todas aquelas informações publicas disponíveis no momento, incluindo as alterações imediatas de preço devido a novas noticias sobre aquele ativo. Na eficiência de mercado forte, os preços refletem todas as informações disponíveis, sejam essas publicas ou não. Nesta ultima forma ocorre à modificação dos preços por informações que deveriam ser confidenciais.

Considerar a racionalidade em teorias comportamentais sem dúvida é muito interessante e importante. Sem racionalidade e consistência em suas decisões dificilmente a sociedade sobreviveria. E também sob o ponto de vista evolucionário esta também sempre foi um componente adaptativo bastante importante. Em 1944 John Von Neumann e Oscar Morgenstern surgiram com os primeiros princípios da teoria da utilidade esperada, que desde então vem sendo criticada e aprimorada por diversos autores. Por exemplo: Leonard Savage (1954) propôs a inclusão de probabilidades subjetivas na ponderação de decisões futuras e Duncan Luce (1959) desenvolveu modelos estocásticos da escolha com componentes aleatórios inseridos. Com o tempo apareceram formulações que procuravam relaxar a hipótese da racionalidade de mercado, do homem calculista e automatizado, considerando proposições menos radicais como a racionalidade limitada. Dentre estes novos modelos o mais promissor é a chamada Teoria da Prospectiva, desenvolvida pelos psicólogos Daniel Kahneman e Amos Tversky (1979), é considerada a pioneira na linha de finanças comportamentais, ou *behavioral finance*.

2.3. Finanças comportamentais

Após uma breve revisão mais conceitual, sobre a teoria Clássica das Finanças, podemos nos situar no esforço de pesquisa em Finanças Comportamentais na procura por explicações do comportamento econômico dos indivíduos, a partir de hipóteses mais realistas sobre suas condições psicológicas.

Shleifer e Summers (1990) foram os primeiros autores a definir os limites à arbitragem e a psicologia como os dois pilares fundamentais da abordagem de Finanças Comportamentais. Os limites à arbitragem estão relacionados à dificuldade que os investidores racionais encontram para desfazer distorções provocadas por investidores menos racionais. A psicologia, por sua vez, desempenha um papel fundamental, fornecendo o embasamento teórico para descrever os vieses cognitivos, estes desvios da racionalidade capazes de explicar por que tais distorções acontecem.

2.3.1. Teoria do prospecto

Esta teoria substitui o conceito de utilidade pelo valor, sendo este definido em termos de ganhos e perdas em relação a um ponto de referência. A hipótese central desta teoria é que os indivíduos tendem a atribuir maior importância às perdas do que aos ganhos obtidos. Diferente da teoria da utilidade esperada, utilidades positivas e negativas são sentidas da mesma forma. Na teoria da prospectiva, os autores sugerem que considerando um mesmo valor monetário, a percepção da perda é de até cerca de duas vezes e meia maior do que a sensação do benefício gerado pelo ganho.

Pertencente ao campo da Psicologia Cognitiva esta teoria tem como base paradigmática a modelagem do comportamento do ser humano diante do risco, no que tange à tomada de decisões. Colocando em outras palavras o que descrito acima, podemos dizer que em situações que envolvem perdas as pessoas preferem se arriscar a perder mais, porém com a possibilidade de não sofrerem nenhuma perda, a ter uma perda menor, porém certa.

Função Valor

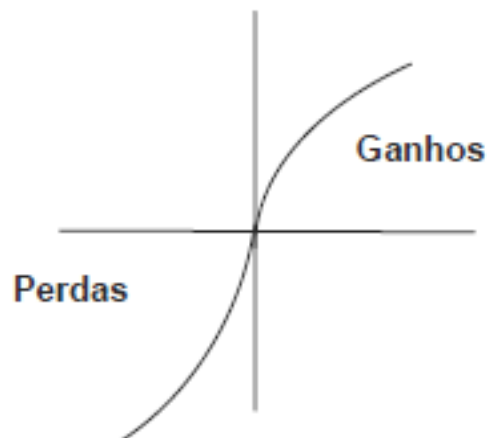


Figura 1: Teoria do Prospecto
Fonte: Kahneman e Tversky (1979)

Kahneman e Tversky (1979) conduziram uma série de experimentos com o objetivo de identificar como os indivíduos tomavam decisões que envolviam o fator risco, e verificaram a existência de efeitos empíricos que aparentemente contrapunham à teoria da utilidade é a teoria do prospecto.

Nesta teoria (1) as pessoas são geralmente avessas ao risco para ganhos e propensas ao risco para as perdas, sendo o segundo fator mais pronunciado; (2) pessoas atribuem pesos não lineares a ganhos e perdas potenciais; (3) resultados certos são geralmente excessivamente ponderados em comparação com resultados incertos; (4) a função utilidade é normalmente côncava para ganhos e convexa para perdas e geralmente é mais íngreme para perdas do que para ganhos; (5) pessoas fazem as escolhas sobre ganhos e perdas a partir de um ponto de referência (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979).

2.3.2. Vieses de julgamento

As dificuldades que as pessoas têm de julgar subjetivamente probabilidades, analisar e processar informações para posteriormente tomarem decisões advém de um processo denominado ilusão cognitiva (KAHNEMAN, 1982). Segundo a perspectiva dos autores a ilusão cognitiva é a tendência em cometer erros sistemáticos na tomada de decisão. Kahneman e Tversky (1984) classificam tais

ilusões como heurísticas, no processo decisório estas são causadas pela escolha de determinados procedimentos mentais apontados pela Teoria dos Prospectos. As heurísticas podem ser explicadas como simplificações mentais que provocam distorções no momento da tomada de decisão. Já Shleifer (1989) explica que os vieses cognitivos referem-se ao conjunto de operações cognitivas usadas por indivíduos para organizar, avaliar e acompanhar atividades financeiras.

Os estudiosos de finanças comportamentais buscam então entender, através de muitos experimentos, os motivos que levaram os indivíduos a recorrer a regras heurísticas que resultam em vieses de julgamento, muitas vezes chamadas de anomalias. Cabe agora descrever alguns destes principais desvios levantados.

2.3.3. Ancoragem

O termo ancoragem ficou popular na literatura sobre julgamento e tomada de decisão por Tversky e Kahneman (1973), embora Liechtenstein e Slovic (1971) tenham descrito noções de ancoragem em seus estudos sobre inversões de preferências.

A forma mais fácil de descrever esse viés, seria diante de problemas ou situações complexas, existe uma tendência por parte dos indivíduos em fixar-se aos dados iniciais, este processo é muitas vezes conhecido como atalho cognitivo. Ou seja, as pessoas muitas vezes ficam ‘ancoradas’ às primeiras informações disponíveis, mas que muitas vezes são irrelevantes ou não são as essenciais para a tomada de decisão.

Em 1973 Daniel Kahneman e Amos Tversky fizeram um estudo, atualmente já considerado um clássico das finanças comportamentais, aonde foi solicitado que as pessoas estimassem a porcentagem de países africanos nas Nações Unidas e o grupo que recebeu o número 10 como âncora inicial (obtido por meio de uma "roda da fortuna") estimou em 25% em média, enquanto que o grupo que recebeu o número 65 como valor inicial teve uma estimativa média de 45%. Provando que por mais irracional que possa parecer, um valor aleatório pode exercer enorme influência num processo cognitivo deliberado e independente.

Isso significa que costumamos em nosso processo de julgamento colocar apenas um item em evidência no momento em que processamos as estimativas. Geralmente, a informação levantada no início do processo tende a receber um peso maior na estimativa final. A informação-âncora não apenas transforma-se num ponto de partida saliente no julgamento, como também tende a enviesar a natureza dos dados que são procurados e recuperados em estágios subsequentes do processo de julgamento.

A Teoria Prospectiva explica este tipo de comportamento quando constata que os indivíduos tendem a perceber as mudanças negativas de forma mais prejudicial em relação à forma como percebem os eventuais efeitos de mudanças positivas.

2.3.4. Representatividade

O Princípio da Representatividade se refere à tendência dos indivíduos se basearem em estereótipos no momento da tomada de decisão, este princípio foi proposto pelos psicólogos Daniel Kahneman e Amos Tversky (1973).

Isto significa que as pessoas tendem a enxergar modelos de procedimentos práticos, onde talvez não existam. No mecanismo do nosso pensamento acontece um processo de associação, e a tendência à produção de similaridades aparece em nosso processo de julgamento espontâneo, fazendo com que nem sempre seja refletindo com exatidão as contingências das situações em questão. Desta forma, a construção mental de similaridades pode provocar um desvio em nossa capacidade de registrar informações relevantes e de acessar de forma lógica as informações disponíveis.

Resumidamente podemos dizer que nem sempre uma maior quantidade de dados e riqueza de detalhes melhora a qualidade da análise ou o processo de decisão. Cuidado com a tendência de reduzir a atenção aos dados relevantes pela incorporação de informações irrelevantes.

Outro viés de representatividade também aparece na forma de ‘lei dos pequenos números’, em contraposição ao princípio estatístico conhecido por ‘lei dos grandes números’ (que afirma que quanto maior for o número de dados amostrais, mais próxima à média amostral estará da população original). A ‘lei

dos pequenos números' é a crença em que pequenas amostras aleatórias da população deverão se assemelhar à população original.

Em outras palavras, se tratam da tendência de se tirar conclusões baseadas em poucas ocorrências, de se encontrar padrões e correlações onde estes não existem. Dando um maior peso a informações recentes, mas que nem sempre são constantes. Segundo Bond e Thaler (1985) tal comportamento poderia fornecer uma explicação para o efeito dos exageros quanto ao otimismo e ao pessimismo.

2.3.5. Disponibilidade

Outro viés estudado pelas finanças comportamentais é o viés de disponibilidade. Que ocorre quando se superestima a probabilidade de eventos ocorrerem por conta da facilidade da lembrança de dados ou experiências mais recentes ou mais marcantes para determinado indivíduo.

A decisão passa a ser baseada na capacidade do evento provocar uma lembrança e não em sua frequência de probabilidades. Kahneman e Tversky (1974) fizeram experiências empíricas constatando esta heurística, de que as pessoas julgam essa probabilidade pela facilidade de evocar exemplos em suas memórias, que com certeza é um dos fenômenos mais comuns das heurísticas e vêm recebendo o respaldo dos estudiosos do tema.

Tanto o viés de julgamentos de representatividade quanto o viés de disponibilidade envolvem um resgate da memória de longo prazo. Porém no processo de disponibilidade, as lembranças individuais são resgatadas e o julgamento de frequências é acessado em termos de saliência, de acordo com a maneira vivida pela mente. Enquanto no processo de representatividade, são resgatadas informações sobre conceitos genéricos, que são submetidos a uma comparação com as lembranças recuperadas.

Uma consequência desse viés no mercado financeiro é de que os investidores, muitas vezes escolhem comprar ações de companhias e investir em gestores de fundos que aparecem com frequência na mídia.

2.3.6. Ordenamento e estrutura

O viés de estrutura se dá quando o processo de decisão é afetado em função do ordenamento ou enunciado do problema. Trata-se da violação do princípio de invariância da teoria da utilidade esperada. De maneira resumida defende o paradigma que no mundo das decisões práticas, a ordem dos fatores pode alterar o produto final.

Hoje em dia sabe-se que problemas de ordenamento ou framing são muito comuns entre os analistas financeiros. Grande parte do trabalho de análise consiste em filtrar e criticar informações disponíveis, tanto em termos de forma quanto de conteúdo, observando as estruturas das apresentações, a disposição dos gráficos e tabelas e a relevância/consistência das informações oferecidas pelas empresas e companhias.

2.3.7. Excesso de confiança

Um dos vieses do comportamento do investidor mais estudado até os dias de hoje é o excesso de confiança ou otimismo. Diversas pesquisas têm demonstrado que os indivíduos apresentam excesso de confiança em suas habilidades. Segundo Plous (1993), esse problema de julgamento na tomada de decisão é o que tem maior poder de catástrofe.

No processo de tomada de decisão sobre investimentos, o excesso de confiança pode gerar diversas conseqüências. Em primeiro lugar, o investidor pode crer que possui vantagens comparativas na análise e na avaliação de ativos em relação ao resto do mercado, o que leva este a manter posições perdedoras. Em segundo lugar, o excesso de confiança pode levar a demasiada exposição em determinados ativos, tendo em vista a crença enviesada do investidor em que seu posicionamento naquele ativo resultará em altos ganhos futuros. Desta forma, pode não ocorrer uma diversificação adequada de investimentos, devido à concentração da carteira em determinados ativos.

Este viés também se refere à tendência dos indivíduos de superestimar suas capacidades de previsão, análise e controle sobre eventos futuros. Existem diferentes interpretações sobre quais seriam os principais elementos psicológicos capazes de provocar este fenômeno de julgamento, tais como, a tendência a subavaliar os aspectos da situação na qual o indivíduo é relativamente ignorante, ou a tendência de fazer estimativas com base exclusiva nos aspectos do cenário atual.

Excesso de confiança e otimismo são erros psicológicos comuns de serem documentados. A principal manifestação de evidência que encontra na sociedade é de que os indivíduos costumam se classificar acima da média, como também a tendência de acharem que os demais irão julgá-los melhor do que efetivamente o fazem.

O excesso de confiança também é muitas vezes percebido quando os indivíduos exagerarem em suas habilidades de controlar o ambiente, e acreditam que os resultados positivos são frutos de suas próprias habilidades, mas que os resultados negativos derivam do acaso ou da má sorte.

Além disso, estudiosos costumam dizer que o otimismo em excesso produz uma assimetria de percepção que costuma contaminar a revisão das expectativas iniciais. Kahneman (1979) ainda acrescenta que a confusão entre acaso e habilidade é outra razão para a ocorrência da autoconfiança excessiva.

2.3.8. Julgamentos em grupo

Os vieses de julgamento individuais também costumam estar presentes também em decisões coletivas. Em geral, as discussões em grupo acabam amplificando as visões iniciais dos participantes, o que gera um efeito conhecido como polarização.

Uma observação básica da sociologia humana é que pessoas que convivem e se comunicam entre si com frequência tendem a pensar e se expressar de forma similar. Desta forma a objetividade e a eficiência das decisões podem ficar ainda mais comprometidas quando se trata de uma decisão em grupo, ainda mais se for entre colegas da empresa, amigos ou família. Estudos apontam como sintomas de vieses grupais: uma ilusão de invulnerabilidade, gerando um excesso de otimismo e inclinação para o risco.

Assim se os participantes forem encorajados a tomar uma decisão colegiada, poderão ser alcançados melhores resultados do que aqueles obtidos pela tomada de decisão de indivíduos isolados, particularmente quando todos os participantes são encorajados a expressar suas opiniões livremente.

2.4. Comportamento do consumidor

O conhecimento a respeito do comportamento dos consumidores pode prover uma fonte de vantagem competitiva para uma organização, ao reduzir as chances de tomar decisões incorretas causadas pela ignorância sobre os hábitos de conduta dos clientes atuais e potenciais. Hawkins (HAWKINS, BEST, CONEY, 1995) define o comportamento do consumidor como uma função dos indivíduos envolvidos, da categoria de produtos ou serviços em questão e da situação existente no momento.

É muito importante entender o consumidor e sua percepção individual, ou seja, compreender as decisões do cliente em sua própria perspectiva. As preferências dos consumidores, evidentemente, impactam na compra daquilo que consideram mais adequados ao seu consumo, e, portanto, tornam cada indivíduo único enquanto cliente. O tipo de produto desejado também impacta no processo de compra, uma vez que aqueles mais difíceis de ser encontrados irão requerer maior esforço do consumidor. Outra variável a ser notada é a conjuntura em que o consumo irá ocorrer – crises e situações de instabilidade política, por exemplo, podem impactar negativamente no processo de decisão de compra ou adiá-la indefinidamente.

Churchill e Peter (2005) definem o comportamento do consumidor como o conjunto das ações, pensamentos e sentimentos e as influências sobre eles que geram mudanças. Segundo Kotler (1998), o ponto de partida para conhecer e satisfazer as necessidades dos clientes-alvo é tentar compreender o comportamento do consumidor; estudar como pessoas, grupos e organizações selecionam, compram, usam e descartam artigos, serviços, ideias ou experiências para satisfazer suas necessidades e desejos.

Solomon (2003), por sua vez, indica que o comportamento do consumidor deve ser visto como um processo, e não como uma atividade ocorrida em um momento específico em que uma compra ou venda é realizada e um produto ou serviço é entregue. É claro que os diferentes consumidores dos diferentes produtos e serviços existentes tenderão a apresentar condutas desiguais a cada processo de compra ou mesmo de pesquisa. Cada mercado apresenta características não necessariamente similares às dos outros, e isto pode impactar de forma intensa na atuação dos consumidores, uma vez que, de acordo com as peculiaridades do mercado em questão, um mesmo consumidor pode apresentar uma conduta distinta a cada negócio realizado.

Para entender o comportamento do consumidor, é preciso entender o modelo mental que dá origem às suas decisões de compra. Segundo Engel, Blackwell e Miniard (2000), o comportamento do consumidor é uma ciência aplicada que se utiliza do conhecimento de economia, psicologia, antropologia, sociologia e estatística, entre outras disciplinas. Essas referências servem de suporte para o conhecimento da cultura, valores, crenças, desejos e tudo aquilo que influencia na formação da personalidade e que, conseqüentemente, influenciará no processo de decisão de compra e da escolha dos nossos investimentos financeiros.

2.4.1.

Comportamento do consumidor nas instituições financeiras

Pela Teoria de Maslow (SCHIFFMAN E KANUK, 2000), o setor de investimentos financeiros aparece no segundo andar da hierarquia de necessidades, dentro da categoria Segurança. Ou seja, a tomada de decisão relacionada a dinheiro e investimentos é algo sensível, e deve ser adotada com responsabilidade e planejamento.

A teoria do comportamento do consumidor pode ser adequada a produtos e a serviços, como citado anteriormente. Entretanto, quando há maior risco envolvido, é de se supor que os consumidores se mostrem mais atentos ou até preocupados. Gitman (1987, p.131) define risco como “possibilidade de perda”, ainda que este termo seja também associado à incerteza. Quando o cliente de uma instituição financeira não consegue informações suficientes para estimar o retorno

que terá ao realizar um investimento, pode supor que esteja incorrendo em uma situação arriscada devido ao fato de não dominar o conhecimento sobre o resultado possível daquela operação. Assim, devido ao risco que é inerente aos produtos e serviços oferecidos nas instituições financeiras, pode-se supor que diversas pessoas não encaram os serviços financeiros como qualquer outro produto tangível. Portanto, apesar da teoria do comportamento do consumidor se encaixar na análise desse setor, existem algumas peculiaridades, uma vez que se trata de instituições atuantes em um campo com muitas normas e regras a seguir, bem como consumidores que muitas vezes estão alheios aos riscos que podem correr ao utilizar os serviços de uma instituição dessa natureza.

Ao contrário do que se pode presumir, a escolha de onde aplicar o dinheiro e de quais instituições e serviços financeiros escolher não é feita meramente baseada na rentabilidade e seguranças percebidas, ou seja, nos aspectos puramente racionais (ANDERSON et al. (1976), apud BLANKSON, CHENG, SPEARS, 2007). Trata-se também de uma escolha de identificação com a reputação da instituição financeira, com a percepção que se tem desta e com a compatibilidade do perfil de cada consumidor. A percepção de risco também tem grande importância nesta análise porque, para o consumidor, seu capital é sinônimo de segurança, e tomar decisões corretas relacionadas às suas finanças significa uma garantia para o futuro. E também porque quando o consumidor busca um serviço financeiro, ele busca um serviço especializado, numa instituição sólida e confiável, que atue no mercado de forma compatível e que possua valores que se identificam com os seus.

Outro ponto que tem grande influência no comportamento do consumidor nas instituições financeiras é o comportamento do seu grupo (sociedade) ou família (ENGEL, BLACKWELL e MINIARD, 2000). O conceito de grupo e família é extremamente importante neste mercado. Normalmente, as pessoas têm o hábito de eleger outras pessoas que influenciem no seu comportamento de consumo, e quando se trata de assuntos financeiros isto se torna mais forte ainda. Ou seja, a opção feita pelo consumidor no momento de optar por um serviço financeiro também carrega um status social, que pode ser inconsciente, mas que muitas vezes se sobrepõe à razão, que supostamente predominaria em ambientes financeiros.

Utilizando da psicologia para compreender o comportamento dos investidores que geram fenômenos no mercado surgiram as Finanças Comportamentais, que contradiz a maioria das teorias tradicionais de Finanças, que foram construídas a partir de uma abordagem microeconômica neoclássica, cujo paradigma central é a racionalidade dos agentes econômicos. Linter (1998 apud Marcon et al, 2005 p.2), define então as Finanças Comportamentais como sendo o estudo através do qual os investidores interpretam e agem frente às informações para decidir sobre investimentos.

Segundo Thaler (1999), torna-se possível enriquecer o entendimento do funcionamento do mercado financeiro adicionando a compreensão do elemento humano. Vamos abordar então alguns dos principais fenômenos sobre o comportamento dos investidores que foram levantados por diversos autores e que devem ser considerados quando buscamos entender e analisar o perfil de um investidor.

Entender qual será o comportamento do consumidor levando em consideração os importantes pilares das finanças comportamentais descritos acima é essencial para entendermos o grau de risco que aquele investidor estará disposto a correr e poder traçar seu perfil.

2.5. Tolerância ao risco

Tolerância ao risco é um importante conceito que tem implicações para investidores individuais, bem como para gerentes de investimento. Para investidores individuais, a tolerância ao risco determinará a composição apropriada de ativos num portfólio otimizado em termos de risco e retorno relativo às necessidades de cada indivíduo (DROMS, 1987). Para gerentes de fundos de investimento, ao planejar a carteira de investimentos de um cliente, é essencial prever a tolerância ao risco individual de forma a estruturar um portfólio que seja consistente com a disposição do cliente em correr risco (DROMS; STRAUSS, 2003).

A falta de habilidade em se determinar efetivamente a tolerância ao risco de cada investidor pode levar a uma homogeneização dos fundos de investimento escolhidos (JACOBS; LEVY, 1996). Tolerância ao risco também pode ser definida como uma combinação de atitude de risco - quanto risco eu escolho ter - e capacidade de risco - quanto risco eu posso ter (CORDELL, 2001). Outra definição seria “até que ponto uma pessoa escolhe arriscar experimentar um resultado menos favorável na busca de um resultado mais favorável”. (ROZKOWSKI; DAVEY; GRABLE, 2005)

Além da aversão ao risco, outras características devido a interferências de motivações intrínsecas dos seres humanos, relacionadas a falhas no processo racional e à aversão à perda, que são abordadas por estudiosos de Finanças Comportamentais ao longo dos anos. Halfeld e Torres (2001) citam o medo do arrependimento, o quão doloroso é para os investidores assumir seus erros, o que acabara gerando um comportamento de não desfazerem operações somente para evitar ter que reportar perdas. Os autores também relembram o efeito manado, estudado por Statman nos anos 90 descrevendo a tendência na escolha de aplicações em ações de grandes empresas ou naquelas posições em que a maioria do mercado está aplicando.

Outro exemplo citado por De Bondt e Thaler (1985) é o de que os investidores tendem a sobrevalorizar notícias positivas para aquelas empresas com um bom desempenho no passado recente enquanto tendem a desvalorizar boas notícias para as empresas que tiveram desempenho ruim. Shiller (2000) chama a atenção para o otimismo exagerado, demonstrando evidências de que investidores normalmente dão maior importância para um futuro promissor do que incerto, e o que geralmente acaba criando o movimento eufórico que chamamos de episódios especulativos.

Acessar o nível de tolerância ao risco é um processo difícil porque tolerância ao risco é um conceito ambíguo e inconclusivo (ROZKOWSKI, 1998). Os modelos desenvolvidos nas últimas décadas podem ser classificados em cinco metodologias: escolha de dilemas, teoria da utilidade, medidas objetivas, julgamentos heurísticos e medidas subjetivas (GRABLE e LYTTON, 1999).

Entender qual a tolerância ao risco dos investidores é fundamental quando se tomam decisões financeiras. No entanto, como descrito nas teorias acima, a avaliação da tolerância ao risco tem se baseado ao longo dos anos em diferentes metodologias, tais como julgamentos heurísticos e teoria da utilidade esperada, que tem como base a hipótese dos mercados eficientes.

O termo tolerância ao risco é de uso comum no Mercado Financeiro, mas conforme citado por Roszkowski; Davey; Grable (2005) há outras variações que devem ser consideradas:

“É o nível de volatilidade que um investidor pode tolerar”.

“É onde as pessoas se sentem confortáveis em relação a risco/retorno”.

“É a quantidade de perda em que alguém arrisca incorrer”.

Atualmente no Mercado Financeiro, brasileiro, os investidores normalmente são classificados em três modalidades distintas de tolerância ao risco: conservador, moderado e agressivo. Porém como já mencionado depende da instituição financeira, a definição de cada perfil, então podem existir diversas variações quanto esta classificação.

Segundo Corrêa (2001), as modalidades de tolerância ao risco financeiro podem ser definidas como:

- Conservador: o investidor que possui um perfil conservador não gosta de assumir grandes riscos. Ele busca rendimentos modestos, porém seguros, entendendo que, para isso, seu risco de perda do capital investido é reduzido. Preza a segurança do investimento em detrimento da rentabilidade. O investidor conservador tem a segurança como ponto decisivo para as suas aplicações;
- Moderado: O investidor moderado gosta de equilibrar rentabilidade com riscos. Procura segurança em suas aplicações, mas aplica uma parcela considerável do seu patrimônio em renda variável. É o investidor que prefere a segurança da Renda Fixa, mas também quer participar da rentabilidade da Renda Variável. Para esse investidor, a segurança é importante, mas também quer retornos acima da média. Um risco médio é aceitável; e

- **Agressivo:** o investidor de perfil agressivo está buscando sempre alta rentabilidade, mesmo que corra risco de perder parte de seu patrimônio. Seu portfólio é dividido basicamente em fundos de renda variável e derivativos. Ele geralmente está alavancado, gosta do risco e da emoção das variações do mercado.

2.6. Perfil do investidor

Cada investidor interpreta de uma forma diferente as informações divulgadas e disponíveis no mercado. Algumas condições de divergências como crenças, valores, veracidade da fonte das informações, nível de conhecimento sobre o assunto entre outras muitas vezes são variáveis que explicam essas diferenças.

Merton e Samuelson (1969), afirmam que a carteira do investidor é escolhida de forma ótima através da maximização da utilidade esperada dos investidores que escolhem entre ativos com rentabilidades esperadas e riscos diferenciados, sob a restrição de certo nível de riqueza.

No mercado financeiro, assim como em outros mercados, é necessário conhecer o perfil do investidor a fim de que se possa, através dessas características, efetuar um plano de investimentos adequado a cada perfil. Isto significa conhecer as expectativas de risco, as necessidades e objetivos a curto, médio e longo prazo e o volume de recursos disponíveis por parte do investidor.

A cada ano o conjunto de investidores se torna mais amplo, sendo composto por um largo conjunto de investidores com personalidades diversas. Estas diferenças que existem entre as pessoas que fazem com que as suas atitudes como investidores variem de indivíduo para indivíduo. Enquanto alguns estão dispostos a suportar elevados níveis de risco, outros têm atitudes conservadoras. Enquanto alguns têm o horizonte de investimento de longo prazo, outros têm estratégias de investimento baseadas em horizontes temporais curtos. Enquanto alguns são investidores globais, outros preferem resumir os seus investimentos ao seu país. E assim sucessivamente.

Os investidores mais ativos no mercado, aqueles que reveem mais frequentemente a composição da sua carteira, isto é, aqueles cujos ativos permanecem menos tempo em carteira, são considerados pela finança tradicional como os investidores que aceitam maior risco, pelo que tal poderia estar associado a uma maior concentração dos ativos em carteira (Campbell e Viceira, 2001).

Como já vimos um dos pontos mais importantes para entender o perfil do investidor, é além das características pessoais de cada indivíduo conseguir classificar e entender seu perfil de risco.

A literatura sugere que diversas variáveis do perfil do consumidor devem ser levantadas a fim de que se possa aprofundar o conhecimento a respeito da tolerância ao risco individual daquele investidor, especificamente. Ou seja, além das descrições das variáveis que influenciam no perfil de risco daquele indivíduo, também é de extrema importância entender a relação causal de cada uma delas com a tolerância ao risco.

Halek e Heisenhauer (2001) classificam alguns fatores demográficos como idade, sexo e raça, por exemplo, onde os indivíduos não têm chances reais de escolha, como variáveis causas dependentes, os quais a relação causal possível com a tolerância ao risco é óbvia. E outros fatores como nível de educação, estado civil e número de dependentes, como Variáveis Causais Independentes, os quais podem afetar a tolerância ao risco, também se pode supor que a tolerância ao risco do indivíduo pode levá-lo a algumas escolhas em relação ao seu estilo de vida.

Alguns dos fatores mais abordados em estudos prévios serão apresentados a seguir.

2.6.1. Gênero do investidor

Segundo Schubert (1999), a ideia de que mulheres são mais avessas ao risco que os homens, seria a visão mais difundida sobre tomada de decisão financeira a respeito da diferença entre gêneros. Espera-se que mulheres sejam investidoras mais conservadoras que homens e, conseqüentemente, em geral são oferecidos a elas investimentos com menor risco e menores retornos esperados (SCHUBERT 1999).

O autor defende que, se colocados nas mesmas condições econômicas controladas, mulheres geralmente fazem as mesmas escolhas financeiras que os homens. A propensão ao risco comparativo de gêneros em escolhas financeiras e de investimentos depende fortemente da estrutura de decisão.

Adicionalmente outros autores argumentam que a diferença do sexo não é altamente significativa, que a diferença é na disponibilidade de produtos que são oferecidos para homens e mulheres, ou seja, que a acessibilidade para mulheres é na realidade mais baixa que a dos homens.

2.6.2. Idade do investidor

Os modelos heurísticos assumem que exista uma correlação forte entre características demográficas e socioeconômicas e tolerância ao risco (GRABLE e LYTTON, 1998). A literatura, por exemplo, assume-se que indivíduos velhos são menos tolerantes ao risco que indivíduos jovens.

Tal observação pode ser justificada através do argumento que investidores mais jovens têm um maior número de anos para se recuperar das perdas que podem ocorrer em investimentos mais arriscados, o que é chamado de argumento do desconto padrão. Estudos, realizados com chefes de família, mostraram que famílias de pessoas mais velhas e aposentadas alocam uma menor parte de seu portfólio em ativos de risco do que famílias mais novas (SCHOOLEY; WORDEN, 1996).

Pesquisas mais recente, no entanto, não conseguem suportar esta teoria ou fornecem evidências contrárias, demonstrando não haver uma relação significativa entre idade e tolerância ao risco (GRABLE; JOO, 2000).

2.6.3. Renda e riqueza

Renda e riqueza são dois fatores adicionais que, hipoteticamente, têm uma relação positiva com a tolerância ao risco, ou seja, quanto maior a renda e a riqueza, maior será a tolerância ao risco (GRABLE; LYTTON, 1999).

Diversos autores efetuaram estudos comprovando que a influência destes fatores é significativa (FAAG; HALLAHAN; MCKENZIE, 2003), enquanto para outros ela existe, mas a influência é considerada pequena comparada a tantas outras características dos investidores.

As interpretações quanto à forma como a riqueza afeta a tolerância ao risco, no entanto, apresentam grandes variações. Por um lado, investidores ricos podem mais facilmente se permitir incorrer em perdas resultantes de investimentos arriscados e sua riqueza acumulada pode até ser um reflexo da sua disposição a correr riscos.

Por outro lado, isto é visto como um contrassenso, já que pessoas ricas deveriam ser mais conservadoras com seu dinheiro e pessoas com menor nível de riqueza pessoal deveriam enxergar o risco como um bilhete de loteria, estando mais dispostas a correr risco associado com lucros não esperados (FAAG; HALLAHAN; MCKENZIE, 2003).

2.6.4. Educação do investidor

Acredita-se que o nível de educação leva a uma maior tolerância ao risco financeiro (HALIASSOS; BERTAUT, 1995). Alguns estudos demonstraram que a proporção de tolerância ao risco aumenta de acordo com a formação dos investidores, sugerindo que aqueles com nível superior tivessem uma maior predisposição ao risco do que aqueles que não têm o nível médio completo.

Alguns trabalhos mostram que a tolerância ao risco prevista aumenta com o nível de educação, mesmo depois de controlados os efeitos de outras variáveis (SUNG; HANNA, 1996), sendo maior para aqueles com nível superior completo e menor para aqueles com nível médio incompleto. Já outros autores como Halek e Eisenhauer (2001) demonstraram em outros trabalhos que tal fator não seria determinante.

Após uma breve revisão de literatura sobre o tema, podemos dizer que o conhecimento do investidor sobre o mercado financeiro é um fator com um maior grau determinante sobre a tolerância ao risco do que sua educação propriamente dita.

2.7.

Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

A ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais é a representante das instituições que atuam nos mercados financeiros e de capitais no Brasil. Atualmente a associação representa mais de 340 instituições, dentre corretoras, bancos de varejo, comerciais, e de investimento, asset managements (fundos de investimentos), distribuidoras de valores mobiliários e consultores de investimento.

A ANBIMA atua como agente regulador voluntário privado, estabelecendo regras, parâmetros e princípios criados pelos próprios agentes do Mercado contidas nos Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA. Desta forma o órgão vem contribuindo construtivamente para o constante aprimoramento dos padrões éticos e operacionais verificados nos mercado financeiro e de capitais brasileiro. Para isso supervisiona o cumprimento destas regras inseridas nos Códigos aos quais associados e não associados são aderentes.

Além disso, a ANBIMA é um dos principais provedores de pesquisas e estatísticas sobre os mercados que representa, produzindo informações sobre os mercados de capitais, de fundos de investimento e de produtos de tesouraria. Visando estimular a transparência dos mercados secundários de títulos públicos e privados, a entidade divulga diariamente índices, taxas médias, cotações de fundos de investimento, entre outros dados, que são utilizados como parâmetros de referência para os agentes destes mercados, além de publicar mensalmente boletins técnicos sobre seus mercados.

Na área de educação a Associação também possui importantes iniciativas, como os prêmios de Mercado de Capitais e de Renda Fixa. Ambos projetos tem com o objetivo estimular a produção e disseminação de conhecimento por meio do incentivo a pesquisas que abordem temas relevantes para o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais no Brasil.

2.8. Suitability ou Análise do Perfil do Investidor (API)

O *Suitability* surgiu com o interesse crescente entre os gestores de investimento e pesquisadores em conhecer o perfil de seus investidores e seu comportamento frente ao risco. Muito deste interesse coincidiu com os avanços dos modelos de administração de investimentos. Em seus estudos, Grable e Lytton (2001) verificaram que a maioria das instituições financeiras segue estes novos modelos, e estes que requerem que os gestores de investimento utilizem, pelo menos, quatro fatores no desenvolvimento dos planos financeiros e de investimento: objetivos, horizonte de tempo, estabilidade financeira e tolerância ao risco. Os três primeiros fatores tendem a ser objetivos e relativamente fáceis de medir. O quarto, tolerância ao risco, refere-se a como o investidor se sente frente às subidas e quedas do mercado, com ênfase nas suas atitudes e na tolerância emocional ao risco. Ao contrário dos outros fatores, a tolerância ao risco tende a ser subjetiva e difícil de medir (GRABLE e LYTTON, 1998, HOLT e LAURY, 2002).

A palavra *suitability* quer dizer compatibilidade (numa tradução livre do inglês). E tem como principal objetivo levantar informações suficientes para criar uma base sólida permitindo o alinhamento do perfil de investidor (e de seus objetivos pessoais) com o perfil de risco dos tipos de investimentos sugeridos pela instituição financeira. Ou seja, quando o gerente do seu banco recomendar uma categoria de fundo ele vai propor o produto que é o mais adequado para você, levando em conta seu perfil como investidor.

A Análise de Perfil do Investidor foi instituída pela ANBID para fundos de investimentos desde 2007. O capítulo referente ao *suitability* foi incluído no Código de autorregulamentação de Fundos de Investimento da ANBID em Janeiro de 2008, porém passou a ser realizada em todas as instituições que oferecem produtos financeiros a partir de 2010, por determinação da ANBIMA. .

Segundo a própria ANBIMA a ANBID na época em que incluiu o procedimento nos seus regulamentos buscou benchmarks em países onde a política de *suitability* é obrigatória e fez adaptações para o mercado brasileiro. A metodologia foi impletamentada inicialmente através de administradores de fundos de investimentos, mas no começo deste ano também se tornou obrigatória a bancos de varejo e Private Bankings de todo o País.

A expansão da política para todo o mercado financeiro gera grandes benefícios, o investidor ganha, pois terá mais orientação na hora de investir, além de entender melhor seu próprio perfil. Já as instituições financeiras vão agregar valor aos serviços, além transferir a responsabilidade da recomendação de produtos e aplicações financeiras, podemos dizer que acontecerá uma decisão em conjunto e com um estudo prévio.

A decisão final é sempre do investidor, mas dessa forma fica garantido que a decisão está sendo feita com transparência e consentimento do cliente, e ainda garante que o consultor financeiro esteja fazendo um trabalho da forma mais adequada possível. Na visão da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), caso o cliente deseje realizar uma operação que foge ao seu perfil de investimentos, a instituição pode se negar a realizá-la. Ou conforme a recomendação da ANBIMA, como a operação não condiz com o perfil do investidor, será necessário que cliente assine um documento, autorizando a realização da operação e declarando estar ciente dos riscos que está assumindo.

Na maioria dos países desenvolvidos esta política já é obrigatória há algum tempo, na Europa, por exemplo, é exigida desde 2007. Talvez a crise financeira, propagada em 2008, tenha sido um dos grandes motivos para a adoção generalizada desta pratica, assim como para a melhoria do processo. Afinal aprendemos com ela boas lições, muitos investidores descobriram que não tinham a tolerância ao risco necessária para aplicar nos produtos que vinham investindo, principalmente em ações. De uma forma geral, hoje se tem certeza que não se pode ignorar os riscos dos investimentos.

O processo vem se tornando cada vez mais importante, e a ANBIMA preocupada em educar os investidores criou um site voltado apenas para o processo de API: <http://www.comoinvestir.com.br>.

Adicionalmente o Coremec (Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e de Capitalização), órgão que reúne as autoridades supervisoras do mercado financeiro e de capitais - Banco Central (BC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Superintendência de Seguros Privados (Susep), publicou em 30 de junho, de 2010 uma deliberação formalizando o dever de diligência por parte das instituições na venda de produtos e serviços financeiros. O Coremec recomenda que as entidades adotem normas que assegurem a adequação da oferta dos produtos às necessidades, interesses e objetivos dos clientes. Isto significa que todos os órgãos devem estabelecer normas para que as instituições financeiras adotem o *suitability* na hora de vender seus produtos, sejam: apólices de seguros, planos de previdência, fundos de investimento ou qualquer outro tipo de produto financeiro.

Os questionários de *suitability* são desenhados por cada instituição que para isso, vêm desenvolvendo tecnologias e processos para inserir a análise de perfil do investidor na hora de oferecer os fundos e produtos disponíveis no mercado. Os questionários devem incluir questões focadas em seis diretrizes metodológicas: idade do cliente, valor disponível para o investimento, horizonte do investimento, finalidade do investimento, tolerância ao risco e experiência com as aplicações, atendendo às obrigações estabelecidas nos códigos de regulamentação específicos para aquela instituição. As maiorias dos questionários atribuem pontuações para medir o intervalo de riscos que os investidores e então fazem uma classificação de acordo com os resultados. É importante destacar que este perfil do investidor deve ser reavaliado periodicamente.

Outra questão importante é que é o próprio investidor quem preenche o questionário, que em seguida deverá ser assinado, ou seja, é ele que informa ao banco sua renda, situação financeira, objetivo de investimento e sua experiência prévia com investimentos. Portanto, sinceridade é fundamental para que o perfil levantado esteja correto.

A política de *Suitability* foi incluída ao longo de 2010 nos códigos de Regulamentação e Melhores Práticas da ANBIMA de Fundos de Investimentos, de *Private Banking* e de Atividades de Gestão de Patrimônio. Os parágrafos dos códigos de regulamentação da ANBIMA que abordam este tema são apresentados no apêndice deste trabalho.