



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

HENRIQUE GONÇALVES BASTOS

**Assessoria de Investimentos Financeiros: Ciência
Econômica ou Arte?**

Campinas
2021



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

HENRIQUE GONÇALVES BASTOS

**Assessoria de Investimentos Financeiros: Ciência
Econômica ou Arte?**

Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa – orientador

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas, área de Teoria Econômica.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO HENRIQUE
GONÇALVES BASTOS, ORIENTADA PELO PROF. DR.
FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA.**

**Campinas
2021**

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

B297a Bastos, Henrique Gonçalves, 1973-
Assessoria de investimentos : ciência econômica ou arte? / Henrique
Gonçalves Bastos. – Campinas, SP : [s.n.], 2021.

Orientador: Fernando Nogueira da Costa.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de
Economia.

1. Agente autônomo de investimento. 2. Finanças comportamentais. 3.
Finanças pessoais. I. Costa, Fernando Nogueira da, 1951-. II. Universidade
Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Financial advisory : economic science or art?

Palavras-chave em inglês:

Financial advisor

Behavioral finance

Personal finance

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Fernando Nogueira da Costa [Orientador]

Antonio Corrêa de Lacerda

Andre de Melo Modenesi

Simone Silva de Deos

Giuliano Contento de Oliveira

Data de defesa: 10-05-2021

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)

- ORCID do autor: <http://orcid.org/0000-0003-1110-6967>

- Currículo Lattes do autor: <http://lattes.cnpq.br/1604689726246164>



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

HENRIQUE GONÇALVES BASTOS

**Assessoria de Investimentos Financeiros: Ciência
Econômica ou Arte?**

Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa – orientador

Defendida em 10/05/2021

COMISSÃO JULGADORA

**Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa - PRESIDENTE
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Prof. Dr. Andre de Melo Modenesi
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)**

**Prof. Dr. Antonio Correa de Lacerda
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)**

**Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Prof.^a Dr.^a Simone Silva de Deos
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

“[Teoria da informação] na forma fraca, onde o conjunto de informações disponíveis são apenas os preços históricos, ... a forma semiforte, quando os preços se ajustam a outras informações obviamente disponíveis ao público..., e a forma forte quando investidores ou grupos têm acesso monopolístico a qualquer informação relevante para a formação de preços.”

Eugene Fama

“... derrocada financeira é o declínio após o pico da bolha especulativa precedido pelo pânico e crash, impulsionado pela saída dos insiders quando a entrada dos outsiders desavisados na esperança de um renascimento e desistem, ao se depararem com o colapso.”

Charles P. Kindleberger

Camarão que dorme a onda leva.

Zeca Pagodinho

Agradecimentos

Escrever essa Tese foi uma jornada no tempo. No processo de construção, além da literatura formal e acadêmica, revisei desde cadernos e anotações das aulas da graduação, até planilhas e relatórios por mim elaborados junto com colegas de trabalho nas experiências profissionais de 28 anos de carreira.

Nunca fui acadêmico, mas sempre fui estimulado pela família a estudar. “Estude para ser uma pessoa independente.”, “Tem que aprender a usar o maxilar!” Diziam vovó Hebe e vovô Hélio, sempre quando eu reclamava das dificuldades em cumprir as tarefas da escola.

O interesse pela pesquisa e pela mente humana veio na convivência com a profissão de minha mãe, psicóloga e querida “Dona Avilis”. Me levava nas reuniões de painéis de pesquisa de mercado e me colocava atrás do espelho falso para acompanhar as entrevistas sem ser visto. Eu ficava lá, fazendo caretas para os entrevistados e devorando os salgadinhos com refrigerante servidos. Sua fiel escudeira, minha conversadeira irmã “FerBas”, seguiu o mesmo caminho de dedicação ao trabalho e estudo.

Decidi estudar economia ainda no colégio, por volta dos 13 anos, na época dos planos e pacotes econômicos de combate à inflação. Lembro de achar resultados iniciais do plano cruzado uma ‘maravilha’. Em um passe de mágica, os preços pararam de subir e ‘todo mundo ficou rico!’. Fui até “Fiscal do Sarney” (vergonha! kkk).

Pouco mais de seis meses, logo após as eleições, o plano fracassou e, pior, a cada novo pacote a situação era cada vez mais agravada. Tudo era cada vez mais nebuloso para mim: “Eu preciso entender como ‘isso’ funciona!”

Escolhi a UFRJ, “Praia Vermelha”, onde tive a oportunidade de aprender e conviver com os melhores: o brasilianista Carlos Lessa - “Sejam Brasileiros, país diverso e multiculturalista, só nós comemos *shusi* com *surrasco*” (*sic.*), dizia ele no discurso como paraninfo em nossa colação de grau 1997 (turma 92.2); Fábio Erber – patrono do BNDES, transmitia conceitos complexos em tom cadenciado e didática impecável, foi avaliador da minha monografia de conclusão de curso; Fernando Cardim – piadista, não perdia uma deixa e tornava as pesadíssimas aulas de Economia Monetária um divertidíssimo passeio por teorias, curvas e equações.

Cito os já falecidos para ninguém se sentir excluído. Guardo enorme carinho e respeito por todos os docentes, colegas e funcionários com os quais convivi nestes tempos.

Depois de formado passei a me dedicar ao trabalho. Foram diversas Empresas e atividades, sempre na área financeira, de relacionamento com investidores, mercado de capitais e operações de tesouraria. Nesse início da carreira profissional pude contar com dois pequenos professores, meus filhos Caique e Lucca, hoje grandes homens. Aprendemos e desaprendemos juntos a cada encontro. Valeu 'muléques'!

Alguns anos atrás, já vivendo em Campinas, e depois de passar por diferentes experiências profissionais, não fui capaz de me sentir independente ou realizado. Mundo corporativo não é fácil. Lembrando dos conselhos da infância resolvi voltar a estudar.

Me matriculei em um cursinho preparatório para os exames da Anpec, fiz a prova e me classifiquei para o mestrado em Teoria Econômica na Unicamp. Dois anos mais tarde fui aprovado para o doutorado e cá estou nesse glorioso momento.

Já nos primeiros dias de Unicamp, percebi a situação ser bastante diferente da época da graduação e, mais ainda, do ambiente 'Posto Nove' e 'Faria Lima' ao qual eu estava acostumado. No ambiente diverso da Universidade e do entorno de Barão Geraldo conheci um pedaço fantástico do Brasil.

No Instituto de Economia da Unicamp passei a ser escutado, recebi críticas e sugestões construtivas de professores e colegas me provocando ao contraditório. Contribuições para lembrar-me de ser sempre possível ser um economista mais preparado, uma pessoa melhor.

A dedicação exclusiva exigiu apertar os cintos, fechar a carteira. Tive ajuda dos professores, colegas e coordenadores para conseguir bolsa na Capes, indicações para aulas e para participação no programa PED. Tive a honra de dividir a bancada com os professores Julinho, Adriana, Simone, Denis e Bruninho. A eles rendo minha admiração e agradecimento, aprendi muito.

Não poderia deixar de lembrar as festas, eventos e sambas psicodélicos da Vila São João, na casa da Maria e do Calligari. Lá conheci escorpianos e não escorpianos, desbundados divertidos e hedonistas conscientes. O economista encontrou um poço de riqueza no quintal da Unicamp.

Uma constatação. Para se fazer uma Tese é necessário querer muito, realmente querer se tornar doutor, contribuir, fazer algo a mais. Querer muito, porém não é suficiente, é necessário manter equilíbrio mental e dedicação. Minha veneração a todos os doutores.

Para ajudar a manter a disciplina e coragem tive o amigo e mestre Fernando ao meu lado. Já havia lido alguns de seus textos e gostava da sua 'pegada' crítica, percebi uma capacidade de formulação científica acerca de fenômenos reais do Brasil e do mercado financeiro, com grande originalidade. Em geral a aplicação teórica segue o sentido oposto, observa-se a realidade para encaixá-la em uma teoria 'X'. A escrita também me chamou atenção, era fluida e acessível. A prof. Simone nos apresentou e logo deu liga, primeira reunião foi a tarde inteira e ainda sobrou assunto, daí vieram outras e mais outras até chegar aqui.

Eu nunca havia tido um 'mestre', um guru ou algo parecido para me guiar. O Fernando cumpriu esse papel com paciência e diligência, ele ajudou na metamorfose. Me sinto diferente hoje como cientista econômico e ele ajudou a aflorar uma forma de raciocínio até então adormecida. Obrigado, Fernando.

Redigi a Tese durante todo período de pandemia, junto com as atividades de trabalho e mais as responsabilidades quotidianas. As preocupações com prazos e incertezas típicas desse momento podem afetar até a sanidade monges budistas.

Mas não foi esse o meu caso. Pude contar com a generosidade, o carinho e companheirismo da Juju, meu amor. Esse período tem sido na verdade de intensa felicidade, muita cumplicidade e parceria, ela tem me ajudado a descobrir o que tenho de melhor. Foi ela quem segurou a onda quando veio a nossa pequena Maitê, hoje com quase um ano de idade. Com seus instintos e sua dedicação deixou aflorar seu talento na maternidade e isso aumentou ainda mais minha admiração por ela como mulher e como pessoa. Jujuzinha, minha companheira, meu choquinho, minha tudo. Te amo.

Por fim, agradeço aos amigos, Yuri, Gold, Marquinhos, Klebão, Guidotti, Thiago, Beth, Taci e familiares. Ao pessoal da Wise, à ABAAI, aos clientes, assessores, voluntários entrevistados e todos os apoiadores desse trabalho.

Muito além das teorias, curvas, equações e discussões abstratas, a interação e as reflexões junto às pessoas com quem convivi nesses trinta anos de estudo de Economia estão representadas nas entrelinhas dessa Tese.

Ela é a minha humilde retribuição à sociedade e a cada uma das pessoas conhecidas e ainda a conhecer, mesmo por meio desse texto. É disso de que trata a Ciência Econômica, de pessoas.

"O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001"



Resumo

Assessorar clientes no mercado financeiro exige conhecimento teórico e experiência prática. Ambas as virtudes profissionais são necessárias ao exercício da profissão de Agente Autônomo de Investimentos (AAI). É necessário combinar habilidades de relacionamento interpessoal com conhecimentos em Ciência Econômica. Conhecer Finanças Racionais é necessário, mas insuficiente. Finanças Comportamentais cumprem o papel de superar o *mainstream*, isto é, a corrente dominante em Economia, adequando suas proposições racionais à realidade comportamental. As mudanças recentes no mercado de investimentos financeiros pessoais no Brasil reforçam a necessidade de conciliar o ensino acadêmico com as habilidades necessárias ao exercício da profissão de assessoria de investimentos. Profissionais especializados, nessa área, possuem formação acadêmica, embora sua reputação profissional junto à clientela venha da extensa vivência prática no mercado financeiro brasileiro. Reconhecem o valor do conhecimento teórico, mas atuam em uma realidade emergente de múltiplos componentes interativos em um sistema financeiro complexo. Em certas situações, necessitam desafiar as recomendações tradicionais da literatura *mainstream* para obter sucesso em suas atividades.

Palavras-Chave

Agente Autônomo de Investimentos, Finanças Comportamentais, Finanças Pessoais

Abstract

Advising clients in financial market requires theoretical knowledge and practical experience. Both professional virtues are necessary to perform profession of Financial Advisors (AAI). It is necessary to combine interpersonal skills with knowledge in Economic Science. Knowing Rational Finance is necessary, but insufficient. Behavioral Finance fulfills the role of overcoming the mainstream, that is, the mainstream in Economics, adapting its rational propositions to the behavioral reality. The recent changes in the personal financial investment market in Brazil reinforce the need to reconcile academic education with the skills necessary to perform as a financial advisory. Skilled professionals in this area have an academic background, although their professional reputation with their clients comes from their extensive experience in the Brazilian financial market. They recognize the value of theoretical knowledge but operate in an emerging reality of multiple interactive components in a complex financial system. In certain situations, they need to challenge the traditional recommendations of mainstream economics literature to succeed in their activities.

Key words

Financial Advisor, Behavioral Finance, Personal Finance

SUMÁRIO

Introdução	20
Capítulo 1 Três Níveis de Abstração: Finanças Racionais, Finanças Comportamentais e Prática Profissional	30
1.1 Introdução	30
1.2 Finanças Racionais	33
1.2.1 Antecedentes	33
1.2.2 Hipótese do Ciclo de Vida Financeira: “Viver é acumular”	35
1.2.3 Fluxo de Caixa Descontado: “Tempo é dinheiro”	40
1.2.4 Teoria da Diversificação: “Não se coloca todos os ovos na mesma cesta”	44
1.2.5 Hipótese dos Mercados Eficientes: “Não se supera o mercado o tempo todo”	47
1.3. Finanças Comportamentais	52
1.3.1. Vieses Heurísticos	55
1.3.1.1. Disponibilidade.....	56
1.3.1.2. Representatividade	57
1.3.1.3. Regressão à Média	58
1.3.1.4. Ilusão de Compreensão	61
1.3.1.5. Ancoragem.....	64
1.3.2. Teoria da Perspectiva (ou Prospecto)	64
1.3.2.1. Contabilidade Mental	67
1.3.2.2. Efeito Dotação	68
1.3.2.3. Efeito Enquadramento (framing)	69
1.3.2.4. Adaptação Hedônica.....	70
1.3.3. Mercados Ineficientes	70
1.3.3.1. Efeito Calendário.....	71
1.3.3.2. Efeito Manada	72
1.3.4. Nudges	75
1.3.4.1. Escassez	75
1.3.4.2. Fadiga de decisão	76
1.4. Experiência Prática Profissional	79
1.4.1. Literatura Clássica de Autoajuda Financeira	79
1.4.1.1. Fase Pré-Fordista: Riqueza como Dom Sobrenatural ou Divino	81
1.4.1.2. Fase Fordista: Riqueza Como Fruto do Esforço Individual	85
1.4.1.3. Pós Fordismo: Riqueza Financeira Como Esforço Familiar	91
1.5. Finanças de Endividamento Bancário e de Mercado de Capitais	93
1.6. Literatura Brasileira de Autoajuda Financeira	97
1.7. Influenciadores Digitais	103

Capítulo 2 Profissão de Agente Autônomo de Investimentos.....	114
2.1 Introdução	114
2.2 Mercado Brasileiro de Investimentos Financeiros.....	118
2.3 Regras da profissão de Assessoria de Investimentos Financeiros Pessoais no Brasil	119
2.3.1 Agentes Autônomos de Investimento (AAI)	120
2.3.2 Varejo Alta Renda (Retail Bankers)	126
2.3.3 Private Bankers.....	127
2.4 Debate em torno da revisão das regras de Assessoria de Investimentos no Brasil	130
2.5 Dinâmica da Profissão de Agente Autônomo de Investimentos.....	139
2.6 Evolução Recente na Profissão de Agentes Autônomos de Investimentos..	167
Capítulo 3 Perfil do Investidor Brasileiro segundo Renda e Riqueza.....	191
3.1 Introdução.....	191
3.2 Riqueza Financeira e Postura do Investidor Brasileiro.....	198
3.3 Da Base ao Topo da Pirâmide de Riqueza	207
3.4 Massificação e Exclusividade	216
Considerações Finais e Conclusão	217
ANEXOS	224
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	229

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - INFLUENCIADORES DIGITAIS SELECIONADOS	108
Tabela 2 – TEMAS CERTIFICAÇÃO ANCORD (AAI)	121
Tabela 3 - DISTRIBUIÇÃO POPULACIONAL POR OCUPAÇÃO	153
Tabela 4 – ESTRUTURA DE REMUNERAÇÃO AAI PJ	173
Tabela 5 - VARIAÇÃO NO NÚMERO DE MILIONÁRIOS	196
Tabela 6 - DISTRIBUIÇÃO DE INVESTIMENTOS POR SEGMENTO	200
Tabela 7 – EVOLUÇÃO DA RIQUEZA FINANCEIRA POR SEGMENTO	207
Tabela 8 - RENDIMENTOS TOTAIS 2018	210
Tabela 9 - RENDIMENTOS TOTAIS (TOPO 1,0%)	211
Tabela 10 - BENS E DIREITOS LÍQUIDOS (2018)	212
Tabela 11 – RIQUEZA POR TIPO DE BENS	215
Tabela 12 – RIQUEZA TOTAL (TOPO 1,0%) 2018.....	215

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - CLASSIFICAÇÃO DE FUNDOS	46
Figura 2 - HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES	51
Figura 3 - CADEIA DE RESPONSABILIDADES ASSESSORIA DE INVESTIMENTOS	118
Figura 4 - TRILHA REGULATÓRIA DO AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTOS (AAI)	122
Figura 5 – AAI vs. PRIVATE	129
Figura 6 - CADEIA DE HABILITAÇÃO PROFISSIONAL DE ASSESSORIA	130
Figura 7 – COMPETIÇÃO NO MERCADO DE ASSESSORIA DE INVESTIMENTOS	141
Figura 8 - FASES DO CICLO DE VIDA FINANCEIRA	157
Figura 9 – BTG vs. XP	176
Figura 10 - ESTRUTURA DE FORNECEDORES E PRESTADORES	184
Figura 11 - RIQUEZA FINANCEIRA GLOBAL – 1999 A 2019	193
Figura 12 - RIQUEZA PESSOAL GLOBAL	195
Figura 13 - SEGMENTOS E CONDIÇÕES PATRIMONIAIS (2018)	209

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - TRIANGULO DE MODIGLIANI	38
Gráfico 2 - FRONTEIRA EFICIENTE	44
Gráfico 3 - REGRESSÃO À MÉDIA E AVERSÃO À PERDA	66
Gráfico 4 – EVOLUÇÃO DOS REGISTROS DE AAI	131
Gráfico 5 - CPFS REGISTRADOS NA B3 E EVOLUÇÃO ÍNDICE BOVESPA	147
Gráfico 6 - CARTEIRAS POR PERFIL – DESEMPENHO JAN./2018 A DEZ./2019	155
Gráfico 7 - SIMULAÇÃO DO PLANEJAMENTO FINANCEIRO	158
Gráfico 8 – BARREIRAS À ASSESSORIA ROBOTIZADA	166
Gráfico 9 – INVESTIMENTOS BANCÁRIOS vs. NÃO BANCÁRIOS	168
Gráfico 10 - ATIVOS SOB CUSTÓDIA (XP INVESTIMENTOS) - R\$ Bln	170
Gráfico 11 - FUNDOS DE INVESTIMENTO E CRÉDITO PRIVADO	179
Gráfico 12 – COMPONENTES DE RECEITA DO SETOR BANCÁRIO	181
Gráfico 13 - QUALIDADE vs. CUSTO CORRETORAS SELECIONADAS	182
Gráfico 14 – FUNDOS ABERTOS vs. FUNDOS EXCLUSIVOS	203
Gráfico 15 – TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E CONTAS POR SEGMENTO	204
Gráfico 16 – RENDIMENTOS FUNDOS vs. TAXA DE ADMINISTRAÇÃO	205
Gráfico 17 – RENDA DO TOPO vs. RENDA DA BASE	211
Gráfico 18 – CRESCIMENTO RENDA E ISENÇÕES	214

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 – CRISES FINANCEIRAS	74
Quadro 2 – AUTOAJUDA FINANCEIRA E FASES SOCIOECONÔMICAS	81
Quadro 3– REGRAS DE BOLSO PARA INVESTIMENTOS FINANCEIROS	100
Quadro 4 – ATRIBUIÇÕES E DEVERES DOS AGENTES AUTONOMOS (AAI)	123
Quadro 5 – ATRIBUIÇÕES INTERMEDIÁRIOS	126
Quadro 6 – ATRIBUIÇÕES E DEVERES PRIVATE BANKERS	128
Quadro 7 – ENTREVISTAS COM PROFISSIONAIS - TEMA SUITABILITY	146
Quadro 8 – ENTREVISTAS - TEMA CICLO vs. PERFIL.....	149
Quadro 9 - ENTREVISTAS COMPORTAMENTO vs. PERFIL SOCIOECONÔMICO	155

Lista de Siglas

AAI - Agente Autônomo de Investimentos

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias.

ARPANET - *Advanced Research Projects Agency Network*, Rede de agências para projetos de pesquisas avançadas

B3 – Bolsa de Valores Oficial do Brasil

BCB - Banco Central do Brasil

BCG - Boston Consulting Group, Grupo de Consultoria de Boston

Brexit – acrônimo de *Britain Exit*, Saída Britânica

BTG – Banco BTG Pactual

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CAPM – Capital Asset Pricing Method ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

CDB - Certificado de Depósito Bancário

CDI - Certificado de Depósito Interbancário

CLT – Consolidação das Leis Trabalhistas

CNPJ - Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica

COAF - Conselho de Controle de Atividades Financeiras

CPF – Cadastro De Pessoas Físicas

CPMI - *Committee on Payments and Market Infrastructures*, Comitê de Infraestruturas de Mercado e Pagamentos

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DARPA: *Defense Advanced Research Projects Agency*, Agência de Projetos de Pesquisa Avançada de Defesa.

EQI – ‘Eu quero Investir’ Corretora de Valores Mobiliários

ETF - *Exchange Traded Funds*; Fundos Negociados em Bolsa

EWOM - *Electronic Word of Mouth*, Boca a Boca Eletrônico

FGV EESP – Fundação Getúlio Vargas Escola de Economia de São Paulo

GPS – *Global Positioning System*, Sistema de Posicionamento Global

HME – Hipótese dos Mercados Eficientes

HNW - *High-Net-Worth Individuals*, Indivíduos de elevado patrimônio.

HPD - Hipótese Do Perfil Dinâmico

INSS - Instituto Nacional do Seguro Social

IOSCO - *International Organization Of Securities Commissions*, Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

IP - *Internet Protocol* - Protocolo De Interconexão

LCA - Letra de Crédito do Agronegócio

LCI – Letra de Crédito Imobiliário

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PEA - População Economicamente Ativa

PFMI - Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro

PIA - População em Idade Ativa

PNAD - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios

RTB2 - Renda Tributável Bruta + Rendimentos de Sócio/titular Microempresas e Empresas de Pequeno Porte + Lucros e Dividendos + Rendimentos Sujeitos a Trib. Exclusiva

SDM – Secretaria de Desenvolvimento de Mercado, CVM

SEC – *Securities and Exchange Commission*, Comissão de Valores Mobiliários (Americana)

Transmission Control Protocol - Protocolo de Controle de Transmissão

VIX - *Volatility Index*; Índice de Volatilidade

XP – XP Investimentos Corretora de Valores Mobiliários

Introdução

Qual é o seu perfil de investidor? Você é arrojado nas finanças e conservador nos costumes? Ou melhor: o inverso?

Se realizou investimentos financeiros, em algum momento a partir de 2013, provavelmente você já deve ter respondido às seguintes perguntas. Qual é sua experiência com investimentos? Como reagiria ao verificar, após o período de seis meses, seu investimento apresenta retorno negativo? Qual é seu objetivo ao investir: preservar capital, acumulação de capital ou gerar renda periódica?

A partir do resultado do *suitability*¹ é supostamente possível atribuir uma postura conservadora, agressiva ou moderada ao investidor. Isto permite a assessores de investimentos selecionar ativos conforme a volatilidade tolerada para cada perfil. De posse desta informação, o assessor deve monitorar a carteira periodicamente e ajustar a proporção entre ativos de acordo com o grau de aversão a risco para mantê-la alinhada ao perfil do investidor.

Esse método de traçar o próprio perfil é exigência necessária quando se abre uma conta para investimentos. Ele é amplamente empregado por assessores profissionais de investimento financeiro pessoal. Deve ser atualizado a cada dois anos e pauta todo o planejamento de gestão da riqueza financeira pessoal.

Mas, quando o investidor delega o serviço de seleção de investimentos a um assessor profissional², qual postura prevalece na decisão final de alocação? A do *cliente leigo*, alheio às oportunidades e em busca de um profissional para melhorar seus rendimentos e/ou proteger seu patrimônio ou a do assessor, supostamente mais bem preparado para indicar as alternativas para atingir esse objetivo?

¹ O termo em inglês, *Suitability* traduzido significa "adequação" Define, por meio de questionários e testes de perfil, a tolerância ao risco e permite aos assessores de investimentos recomendar os produtos mais adequados ao perfil do investidor. Amplamente empregado no mundo dos investimentos financeiros, o *suitability* tornou-se norma obrigatória no mercado brasileiro em 2013, ano da publicação da Instrução CVM 539/2013 exigindo a todas as instituições financeiras do sistema de distribuição de vales mobiliários ao público aplicar o questionário e alinhar seu atendimento ao perfil dos clientes. (Reis, T., <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/suitability/>).

² Agentes autônomos de investimento, gerentes de investimentos e de *private banking*.

A postura adotada no momento de investir é bastante diferente daquela caracterizada como indicada pelo perfil do investidor. Este último é capturado pelos testes *suitability*. Mas a postura adotada quando o investimento é concretizado, ou seja, aquilo realmente de importância, é *determinada por outros fatores psicológicos e contextuais*, alheios à aversão ao risco usada para traçar o perfil do investidor.

O **perfil do investidor** testado a partir de questionários de *suitability* é informação necessária, mas insuficiente. Desse modo, é elemento secundário na determinação da postura efetivamente adotada no momento do investimento. Esta decisão não depende só de aspectos subjetivos da psicologia do investidor, porque é subordinada também a pelo menos três outros elementos, nesta ordem:

1. a fase do ciclo econômico-financeiro de endividamento no momento do investimento,
2. a situação socioeconômica do investidor (renda, riqueza líquida, nível educacional e rede de relacionamentos pessoais) e
3. o acesso (ou não) a serviços profissionais de assessoria de investimentos.

Minha **hipótese, a ser defendida com fatos, dados e argumentos como uma tese**, é o perfil ser dinâmico, ou seja, assumo não existir um perfil definido (e generalista) do 'investidor brasileiro'. Atribuir a uma população diversa e heterogênea como a brasileira um *comportamento médio* é reducionismo. A partir da visão de "agente representativo", onde não se reconhece as heurísticas heterogêneas, só se apresentam visões equivocadas e preconceitos.

Heurístico é o método pedagógico de aprender por si mesmo. *Heurística* é a arte de descobrir e inventar, uma característica típica dos seres humanos, principalmente quando estão em busca de respostas para questões complexas. É um método de pensamento e comportamento praticamente automático nos humanos. Agem de modo intuitivo e inconsciente para achar prováveis respostas para suas dúvidas.

A *heurística* pode ser considerada um “atalho mental”, usado no pensamento humano, para se chegar aos resultados e questões mais complicadas de modo rápido e fácil. Embora estejam incertos ou incompletos, são os raciocínios comumente adotados por leigos.

O momento do ciclo econômico (ou a “atual conjuntura”) tem relevância superior à psicologia do investidor na decisão de investir. A visão holista compreende os fenômenos na sua totalidade e globalidade, condicionando as decisões práticas. A aderência entre o perfil do investidor, obtido a partir de questionários *suitability* e a carteira efetiva de investimentos é *exceção e não regra*. Talvez ocorra mais quando a consultoria de investimentos é feita de forma remota, via Inteligência Artificial (IA), e surge uma advertência no *Internet Banking* caso ocorra esse desajuste entre o algoritmo e o perfil.

Além da fase do ciclo econômico (expansão ou contração), o nível de renda/riqueza líquida e o acesso a serviços de assessoria de investimentos são de importância maior na definição das posturas efetivamente adotadas. Minha hipótese, a ser aqui defendida como uma Tese, coloca o perfil obtido no teste como coadjuvante na prática da decisão financeira.

Investidores leigos e/ou amadores são inexperientes e poucos ainda são aqueles cujas decisões financeiras são tomadas com ajuda de um profissional qualificado. Suas decisões e convicções estão sujeitas a diversos vieses heurísticos e comportamentais. Juntos trazem a crença dele ser capaz de se definir como *agressivo, conservador ou moderado* conforme sua opinião sobre a própria personalidade.

Na verdade, isso é reflexo da visão limitada do escopo de produtos disponíveis e da habilidade em selecionar opções rentáveis e adequadas com conhecimento de fato e autocontrole emocional. Exige conhecimento e experiência acumulados, difícil para investidores não profissionais. Resulta, na maioria das vezes, em posturas conservadoras, devido à pragmática aversão à perda e ao psicológico sentimento de ser, em última instância, responsável por ela.

Há grande aversão ao risco quando o acesso a serviços de assessoria é limitado. Por exemplo, o investidor amador se dispõe em perder tempo na seleção de ações sem movimentos correlatos na diversificação de seu portfólio em bolsa de valores ou optará para uma gestão terceirizada de profissionais especializados em fundo de ações?

Os assessores, quando seguem as definições dos investimentos mais adequados de acordo com o perfil do investidor, adotam os postulados da teoria financeira tradicional, pressuposta como “racional”. O assessor deve encontrar o ativo de modo a atender a melhor combinação de rentabilidade, liquidez e risco para o perfil obtido a partir do *suitability*.

Ambas as abordagens, a do leigo e a do profissional tradicional, seguem o *individualismo metodológico*. Eles desconsideram uma visão sistêmica e estratégica da evolução macroeconômica dos negócios. Para o leigo, há uma falsa crença de bastar autoconhecimento, quando, na prática, um acesso recorrente a serviços profissionais de assessoria financeira (direta ou indiretamente) abandonaria a manutenção de seu perfil excessivamente conservador, moderado ou agressivo ao longo do tempo. O critério de alocação de investimentos pelo leigo arbitraría percentuais sem muito balanceamento ao longo de ciclos econômico-financeiros. Essa visão macroeconômica vai além da personalidade ou do nível de conhecimento de Economia por parte do investidor comum.

Para o profissional tradicional, o *enquadramento* segue uma cartilha linear de ponderação entre tolerância ou aversão ao risco. Defenderei também a hipótese de elas serem inadequadas para a realidade do mercado de investimentos financeiros pessoais brasileiro. Será a seguinte **tese**: *modelos de suitability, baseados seja nas premissas das Finanças Racionais, seja nas ideias de Finanças Comportamentais, não traduzem a postura efetivamente adotada por investidores financeiros individuais.*

Posturas mais conservadoras, moderadas ou agressivas, adotadas por investidores Pessoa Física (PF), são determinadas de acordo com *critérios sociais objetivos*: renda, patrimônio, escolaridade e rede de relacionamento social. Estes fatores influem diretamente na alocação de carteiras.

A indústria de investimentos financeiros pessoais segmenta a distribuição no Varejo (Tradicional ou de Alta Renda) ou no *Private Banking* (Banqueiro privativo, exclusivo). Incentiva o acesso a produtos bancários (títulos e valores mobiliários) e fundos de investimentos financeiros de acordo com o critério patrimonial (volume de negócios financeiros), e não segundo o resultado do *suitability*.

O fluxo de renda recebida e o estoque acumulado de riqueza pessoal líquida são fundamentais para a definição de acesso (ou não) a serviços de assessoria profissional. Possivelmente, a assessoria profissional propiciaria conhecimento de melhores alternativas de investimento.

A fase do ciclo econômico também leva à adoção de distintas posturas financeiras. Elas costumam ser mais agressivas (especulativas ou Ponzi *à la* Minsky), em *fase de expansão*, e adotar maior conservadorismo (*hedge* ou protegida) em *fase de recessão*. Há uma diferença entre **ser** conservador/agressivo, conforme o teste de perfil, e **estar** conservador/agressivo, postura efetivamente adotada.

O perfil do investidor é pessoal e arraigado em aspectos individuais subjetivos. Mas, o sábio *à la* Keynes responde quando lhe questionam a coerência: “quando mudam os fatos, eu mudo de opinião, você não?”

Um financista, diante da complexidade do mercado com vários componentes interativos (juros, câmbio, lucro, salário etc.) e das diversas opções de investimentos disponíveis a cada momento, devido às alterações das informações, necessariamente adota uma **postura dinâmica**. Ela é variável por ser subordinada à fase do ciclo econômico, às alterações nas condições socioeconômicas do investidor e ao acesso a serviços de assessoria profissional.

Minha **Hipótese do Perfil Dinâmico** assume a premissa de “o perfil do investidor descrever parte da personalidade individual, mas a postura adotada (conservadora, moderada ou agressiva) variar conforme a renda, o nível educacional, a experiência, o acesso a serviços de assessoria e a fase do ciclo econômico.”

Em síntese desta Introdução, os aspectos subjetivos comportamentais podem afetar as decisões de investimento, mas o momento do ciclo econômico, relacionamentos sociais e o uso de serviços profissionais predominam na alocação de produtos financeiros. Isto sem falar na dimensão (valor) de “o que se tem a perder”, quando mais jovens ou mais ricos arriscam mais por terem menos a perder.

Dessa forma, quando têm acesso a serviços de assessoria de investimentos, os investidores individuais tendem a seguir as orientações deste profissional. Embora levem em conta a personalidade do investidor, as escolhas orientadas profissionalmente não necessariamente estão alinhadas com cada perfil, mas sim com as variáveis objetivas descritas acima como preponderantes na decisão de alocação.

Os assessores de investimento, especialmente os Agentes Autônomos de Investimentos (AAI) – minha atual profissão - influem diretamente nas posturas adotadas por seus clientes. Como dito, seguem variáveis objetivas, como a sobra de renda disponível para investimentos financeiros e a fase do ciclo econômico-financeiro de endividamento.

Apesar de aparente objetividade, estes profissionais não estão isentos de erros de julgamento ou vieses comportamentais. Eles são, em última análise, animais humanos com todas suas imperfeições e defeitos. Minha tese quanto aos Assessores de Investimentos: é necessário conhecer Ciência Econômica, mas teoria pura é insuficiente para o exercício da profissão sem o domínio das habilidades da ‘Arte das Decisões Práticas’, no caso, financeiras.

No primeiro capítulo apresento dois métodos de análise econômica para compreensão lógica do fenômeno e um método não científico:

- i) premissas da racionalidade norteadoras dos modelos teóricos das Finanças Racionais, baseadas na economia do *mainstream* (Corrente Principal);
- ii) premissas emocionais como fontes de erros recorrentes, catalogados pelas Finanças Comportamentais, em apoio aos assessores de investimentos, e
- iii) a 'literatura' de autoajuda, balizadora do pensamento leigo dos investidores comuns.

Tomamos decisões práticas financeiras como o *Homo Economicus*, buscando justificativas teóricas ou técnicas, envoltas em uma suposta lógica matemática, ou ainda agimos como primatas descendentes do *Homo Sapiens*, tomando nossas decisões tendo como motivação fundamental nossas ambições, frustrações ou aversões à perda?

As Finanças Racionais têm como alicerces fundamentais os seguintes marcos teóricos: a Teoria dos Fluxos de Caixa e Fundos Emprestáveis (FISHER, 1912; HICKS, 1939; OHLIN, 1937), a Hipótese do Ciclo de Vida Financeiro (MODIGLIANI, MILLER, 1958;), a Teoria do Portfólio (MARKOWITZ, 1952; SHARPE, 1958) e a Teoria da Informação (FAMA, 1971).

Essas ideias teóricas básicas das Finanças – ciência e atividade da alocação do dinheiro e/ou de títulos financeiros – foram popularizados em conhecidas metáforas: “tempo é dinheiro”, “não se colocam todos os ovos na mesma cesta”, “não se pode superar o mercado”, “resultado de uma decisão tomada deve ser comparado com o de uma decisão alternativa não tomada”.

Neste conjunto de regras, as Finanças Racionais têm como núcleo duro a ortodoxia econômica, caracterizando o agente de mercado ideal, o *homo economicus* maximizador, racional e utilitarista. Contrapõe-se aos outros níveis de

abstração: o leigo descendente do *homo sapiens* e o especulador profissional classificado como *homo pragmaticus* (COSTA, 2009).

A opção pela prevenção de erros humanos recorrentes através do estudo de Finanças Comportamentais, apontando a fragilidade das regras de bolso do senso comum, tem como objetivo baixar para o nível de abstração intermediário entre a teoria pura e a arte do exercício da profissão de assessores de investimentos. Reincorporar a psicologia dos investidores, antes abstraída para elaboração da teoria pura, propicia maior aproximação da realidade, isto é, da verdade dos fatos.

Entre a rigidez acadêmica e os desafios cotidianos, os participantes do mercado tomam decisões não inspiradas pelos modelos formais do *homo economicus*. Optam pelo conhecimento dos organismos vivos, guiados por comportamentos muitas vezes não racionais.

Em tempos de *likes*, *lives* e influenciadores digitais, a “sociedade dos tempos líquidos” é caracterizada por relações efêmeras, superficiais e imediatistas. Quando novas referências emergiram, mitos quanto à riqueza foram construídos ou destruídos. Boatos passaram a ser chamados de “pós-verdade” (BAUMAN, Z. 2001; HARVEY, D. 1998; VEBLEN, T., 1965), porque influenciam os mercados de rumores, causando variações nas atribuições subjetivas de valor aos ativos financeiros.

Por meio da propaganda e da publicidade é possível moldar o ambiente de escolhas, as definições de escassez/urgência e a escala de necessidades, subvertendo postulados como da oferta e demanda. A Psicologia Comportamental ensina o processo de decisão de compra ou venda de uma ação não ser muito diferente da compra de um veículo, uma barra de chocolate ou marca de sabão em pó (SKIDELSKY, 2016).

No capítulo inicial, da Economia Pura (*o que se idealiza*), serão definidos os caminhos abstratos adotados por assessores de investimentos e clientes. O

objetivo será ver como eles se confrontam diante da realidade complexa emergente de interações dos múltiplos componentes do sistema financeiro.

No capítulo intermediário, da Economia Normativa (*o que deveria ser*), serão apontadas as principais regulamentações da profissão de assessoria de investimentos, bem como as transformações observadas na dinâmica brasileira da indústria de investimentos financeiros, evolução da tecnologia, desregulamentação de mercados e o debate corrente da profissão. Inclui as principais informações obtidas a partir de entrevistas em painel com profissionais de assessoria de investimentos.

A profissão de agente autônomo é regulamentada no Brasil desde 1967, antes mesmo da criação da Comissão de Valores Mobiliários. Durante todo esse tempo, a quantidade de profissionais em atuação vinha sendo restrita e localizada em algumas corretoras de valores. Nos últimos anos, o número de profissionais vem apresentando crescimento notório e o mercado de assessoria de investimentos vem se modificando significativamente. Os efeitos resultam na oferta de serviços mais qualificados de assessoria, trazendo novos investidores a mercados mais sofisticados.

O capítulo final, da Economia Positiva (*o que é*), apresentará aspectos na realidade concreta para confirmar as hipóteses de o ciclo econômico e a condição socioeconômica serem aspectos superiores na determinação da postura efetivamente adotada nos investimentos, independente do resultado do *suitability*. Por isso, o conhecimento de Economia e Psicologia Comportamental apoiam a tomada de melhores decisões financeiras práticas.

Pessoas/famílias do Varejo de Alta Renda passaram a integrar a dinâmica na indústria financeira do país por meio de agentes autônomos, plataformas digitais, gestores de recursos independentes e *fintechs* (Financeiras tecnológicas). A entrada desses novos investidores no mercado de AAI e a migração do Varejo Tradicional dos bancos para esses novos veículos tecnológicos vem transformando o mercado e o acesso a novos serviços.

Combinado ao ambiente de juros baixos, o público leigo em Economia e com baixa educação financeira tem demandado serviços de assessoria de

investimentos, em busca de maiores retornos, mas também mais risco. Esse crescimento do mercado trouxe um público novo e pouco acostumado a produtos de maior risco, derivando em demanda por assessoria profissional. O acesso mais amplo, porém, não resulta em melhores oportunidades, pelo menos para aqueles com poucos recursos ou ainda muito dependentes da renda do trabalho como principal fonte de acumulação.

Na Conclusão, serão apresentados meus argumentos finais em defesa da Tese.

Capítulo 1

Três Níveis de Abstração: Finanças Racionais, Finanças Comportamentais e Prática Profissional

1.1 Introdução

A Teoria das Finanças Racionais (FT) é o arcabouço teórico de orientação das atividades dos profissionais de Finanças. Em geral, pressupõem estes agentes serem indivíduos racionais, premissa criticada pelos adeptos das Finanças Comportamentais (FC). Este capítulo vai comparar as duas visões e confrontá-las com o aprendizado dedutível da literatura de autoajuda financeira.

As FT têm como pilares os princípios da teoria econômica convencional de raiz neoclássica. Transações financeiras são realizadas em mercados competitivos entre agentes racionais maximizadores de resultados. As FC apontam desvios identificados destes princípios e propõem o reconhecimento da importância do comportamento humano volátil, emocionalmente, sobre decisões supostamente sempre racionais. As impressões digitais das duas interpretações são encontradas nas entrelinhas da literatura de autoajuda financeira, fornecendo pistas de como a autoridade científica da academia é transmitida ao público leitor destas obras de divulgação popular.

A partir da associação destes três níveis distintos de abstração – teoria tradicional, teoria comportamental e senso comum na tomada de decisões práticas – são identificadas três figuras metafóricas de agentes representativos desses níveis, respectivamente, *homo economicus*, *homo sapiens* e *homo pragmaticus*. Conhecimentos das teorias financeiras puras e aplicadas são pré-requisitos para melhores decisões práticas de investimentos financeiros.

O objetivo é, a partir destes três níveis distintos de abstração, obter um mapa das principais orientações teóricas do investidor tradicional (*homo economicus*), guiado pela escola das Finanças Tradicionais; do investidor leigo (*homo sapiens*), cujas decisões são mais bem explicadas pelas Finanças Comportamentais, senão pelas fábulas da literatura de autoajuda caso seja leitor

delas; e do especulador profissional (*homo pragmaticus*), orientado por regras de bolso deduzidas de sua prática profissional.

Agentes Autônomos de Investimento (AAI), gerentes de investimentos e *private banker* são profissionais encarregados pela assessoria financeira, ou seja, fazer a administração da riqueza e a proteção patrimonial de clientes pessoas físicas. Deparam-se, diariamente, com os conflitos entre teoria e realidade em meio a crenças e vieses comportamentais de clientes leigos.

Estes profissionais lidam com o desafio diário de conciliar aspectos técnicos e teóricos, inerentes a suas formações escolares e capacitações profissionais, com a perspectiva de clientes leigos. Muitos deles são influenciados por conceitos de senso comum ou experiências pessoais descritas na literatura de autoajuda financeira.

O método de trabalho padrão dos profissionais tradicionais aplica modelos de enquadramento de perfis de personalidade à uma escala de diferentes opções de investimentos financeiros, hierarquizados pela volatilidade (risco) do retorno esperado. Levam em conta aspectos subjetivos individuais do cliente: prazo do investimento, experiência prévia com investimentos, situação financeira e expectativas quanto ao futuro.

A partir do resultado do *suitability* é, supostamente, possível atribuir uma postura conservadora, agressiva ou moderada ao investidor, permitindo ao assessor selecionar investimentos, conforme a volatilidade suportada por cada perfil. Com isso o assessor faz monitoramento da volatilidade da carteira e ajusta os ativos à medida que o investidor realiza novos aportes, seguindo um planejamento de acumulação financeira em longo prazo. A meta para os clientes do Varejo de Alta Renda, em geral, é obter reservas financeiras para manter o padrão material alcançado na fase de vida ativa durante a aposentadoria.

Neste modelo, encontram-se pegadas de três teorias do arcabouço das finanças tradicionais: a Teoria do Portfólio (MARKOWITZ, 1952), o Modelo de Ciclos de Vida Financeira (MODIGLIANI, 1954) e a Teoria da Informação (FAMA, 1971).

A maneira como estas teorias são comercialmente apresentadas aos clientes, no entanto, é bastante diversa das discussões entre os próprios assessores financeiros. Ao invés de jargões e termos técnicos, um *bom* assessor emprega linguagem simples e adequada ao público leigo.

Essa linguagem pode ser traduzida nas dicas e recomendações mais frequentes da literatura de autoajuda financeira. A popularização das três principais teorias das Finanças Racionais se dá através de frases-feitas: “Não coloque os ovos na mesma cesta!”; “Tempo é dinheiro!”; “Não se pode superar o desempenho médio do mercado o tempo todo indefinidamente!”.

Como alternativa crítica, serão apresentados três ideias-chave das Finanças Comportamentais, contrapostas a essas três premissas: os vieses heurísticos, a dependência da forma e a hipótese de ineficiência de mercado. As publicações da autoajuda financeira, como veremos em uma amostra selecionada de publicações, também incluem traços desta teoria alternativa entre seus *best sellers* (campeões de vendas).

O agente econômico é idealizado pela Finanças Racionais: “O conjunto de regras das Finanças Racionais têm como núcleo duro a ortodoxia econômica, caracterizando o agente de mercado ideal ou representativo como *homo economicus*: maximizador, racional e utilitarista.” (COSTA, 2009).

Os agentes econômicos reais, cujos perfis supostamente racionais não são esboçados na abstração da Teoria Pura, não estão livres de suas próprias crenças ou vieses comportamentais. Assim como esses investidores leigos (representados pelo homem comum, descendente do *homo sapiens*), os especuladores profissionais também seguem regras práticas violadoras desses princípios.

Ciente disso, o especulador profissional (*homo pragmaticus*) está disposto a seguir uma série de regras práticas para atingir seus objetivos. Os assessores financeiros combinam o conhecimento técnico à experiência pessoal para se adequarem ao meio e às circunstâncias e buscar retornos para seus clientes. Em

consequência do sucesso, aumentam suas reputações profissionais – e as *clientelas*.

Neste jogo interativo entre Teoria Tradicional (Finanças Racionais – FR), Teoria Alternativa (Finanças Comportamentais - FC) e Senso Comum (Regras de Bolso ou Autoajuda), configura-se uma realidade complexa.

Nos próximos tópicos, serão detalhados esses três níveis de abstrações teóricas para compreensão de como pensa cada um dos agentes representativos aqui considerados. Dessa forma, pretendo fornecer argumentos para a defesa da tese de *não ser possível atribuir posturas de investimento a partir de aspectos subjetivos comportamentais do indivíduo, mas sim do contexto socioeconômico e financeiro onde está inserido*.

1.2 Finanças Racionais

1.2.1 Antecedentes

O tema Finanças era considerado, até fins do século XIX, uma disciplina não acadêmica por não dispor de embasamento científico. Era assunto prático reservado a profissionais e interessados. As interpretações científicas de fenômenos da realidade eram consideradas sob o *pensamento dedutivo-racional*, baseado em axiomas construídos a partir da construção mental e derivações lógicas explicativas.

A abordagem do *pensamento histórico-indutivo*, baseada na busca por padrões a partir de observações sensoriais recorrentes destes fenômenos (BACON, 1620), busca explicações diversas de interpretações de cunho religioso e filosófico da realidade. A consolidação destas observações como regra comportamental, no entanto, deve ser teorizada e replicada cientificamente para validar hipóteses e/ou descartar suposições apriorísticas (HUME, 1751; SMITH, 2002).

A simples observação de fenômenos recorrentes não significa sua repetição futura. É necessário perguntar “por que” ocorrem regularmente. O método científico: observação-hipótese-experimentação; já era empregado nas Ciências Naturais. Os economistas “heterodoxos” também passaram a buscar suas respostas a partir da tentativa de compreensão das coisas *como realmente são* – e não de

como deveriam ser. Adotaram a Economia Positiva como contraponto à Economia Normativa.

O Modelo dos Ciclos de Vida Financeira (*Life Cycle Hypotesis*, LCH) apresenta baixo nível de abstração, sendo quase uma observação empírica das distintas fases comportamentais do ser humano quanto à sua administração financeira pessoal. Quando é jovem, tem pouco a investir e, se perder, terá muito tempo para recuperar “a fortuna”. Quando é idoso, já enriqueceu e acumulou o possível, dentro de suas circunstâncias pessoais, e não terá tempo para recuperar caso perca em alguma jogada especulativa. Passa a ser racional apenas proteger o valor aquisitivo de sua “fortuna”.

Os conceitos de *Virtu* (coragem, valor, capacidade, eficácia política) e de *Fortuna* (sorte, acaso, influência das circunstâncias) têm grande importância para a concepção maquiavélica da História. Por *Virtu*, Maquiavel (2010) entendia a capacidade pessoal de dominar os eventos, de alcançar um fim objetivado por qualquer meio lícito.

No mundo real, aquilo possível de se realizar, individualmente, não depende nem exclusivamente da *Virtu* nem só da *Fortuna*. Ambos os fatores contam, ao longo do tempo, não bastando só o mérito pessoal, dependendo também do favor das circunstâncias. A diferença entre a riqueza financeira conquistada pela *Virtu*, isto é, o capital humano intelectual representado pela capacidade pessoal de ganho, e a conquistada pela *Fortuna* – “a sorte do berço” – é a primeira tender a ser mais duradoura ou consistente.

O herdeiro conquista riqueza, devido ao nascimento em família rica, e não pelo próprio mérito. Se não for bem-educado para autocontrole do consumismo suntuário ou perdulário, sua fortuna financeira poderá ser dizimada, ou seja, está destinada a ser consumida e desaparecer em pouco tempo.

1.2.2 Hipótese do Ciclo de Vida Financeira: “Viver é acumular”

Após a crise de 1929, todo o arcabouço teórico do *laissez faire* foi desacreditado. Optando pela omissão, não apresentou argumentos consistentes para explicar como sair da Grande Depressão.

O questionamento keynesiano da Teoria dos Fundos Empréstáveis, onde a poupança é condição *ex-ante* de decisões de investimentos, fez a crítica à visão da poupança individual como atitude virtuosa. O Paradoxo da Parcimônia é uma aparente virtude individual, quando generalizada, provocar queda de vendas e consequente capacidade produtiva ociosa. Retira o incentivo ao investimento e provoca a queda de renda e emprego. Com menor nível de renda, a poupança se torna inferior à pretendida, inicial e individualmente.

Essa falha de mercado é explicada por uma variedade de razões interativas, como a preferência pela liquidez dos investidores financeiros e a carência de *animal spirits* (espírito animal) empreendedores. O que é verdade para indivíduos nem sempre se confirma em nível coletivo.

Em relação às Finanças, Keynes caracteriza o *modus operandi* dos investidores. Estão sempre em busca de antecipar qual será a expectativa média a respeito da opinião média dos demais participantes, prática explicada pela Parábola do Concurso de Beleza³.

Autores da escola da Síntese Neoclássica-Keynesiana, como Modigliani, baseando-se no *individualismo metodológico*, se prontificaram a questionar os efeitos da propensão a consumir e a relação da poupança com a renda agregada, conforme descrito por Keynes.

Os keynesianos lançam luzes sobre a investigação do processo microeconômico de poupança individual *ex-ante* distinto do processo

³ Keynes comparou em 1936 o mercado de ações a um concurso de beleza. Descreveu um concurso de jornal em que 100 fotografias de rostos foram exibidas e leitores deveriam escolher os seis mais bonitos. O vencedor seria o leitor cuja lista se aproximasse da mais popular das listas combinadas de todos os demais leitores. Segundo Keynes, a melhor estratégia para vencer o concurso seria selecionar as fotografias que os demais leitores escolheriam e não aqueles que são a sua escolha pessoal. Melhor ainda, passe para o "terceiro grau" e escolha os rostos que você acha que os outros acham que constarão na lista final. Mercados especulativos funcionam de maneira semelhante, ganha-se dinheiro escolhendo o investimento que outros que julgam ser o melhor e não a melhor escolha individual.

(Shiller, 2011; FT: <https://www.nytimes.com/2011/09/04/business/economy/on-wall-st-a-keynesian-beauty-contest.html>)

macroeconômico de geração de poupança agregada *ex-post*. Embora o foco fundamental esteja sobre os efeitos macroeconômicos, há contribuições importantes para as Finanças Pessoais.

O Modelo dos Ciclos de Vida Financeira (MODIGLIANI, BRUMBERG, 1954) resgata o conceito de *utilidade*, revisto por Fisher. De acordo com ele, consumidores racionais e maximizadores otimizam a alocação de seus recursos ao longo da vida, trazendo a valor presente suas provisões patrimoniais para toda a vida. Levam em conta o valor presente dos rendimentos trabalhistas e financeiros esperados (e eventualmente acumulados) ao longo das fases ativas de geração de renda na vida. Racionalmente, a poupança individual não seria determinada de acordo com a renda individual corrente, mas conforme a renda média esperada na fase inativa da vida.

Um consumidor racional mantém sua taxa de consumo em níveis estáveis ao longo da vida adulta, de modo a gerar a renda média esperada no futuro. Desta forma, variações na taxa de poupança, no curto prazo, oscilam em torno de uma renda média 'permanente', esperada ao longo da vida. Esta é a premissa fundamental da Hipótese da Renda Permanente e a base de sustentação para o Modelo dos Ciclos de Vida Financeira.

Os fluxos de renda esperados ao longo da vida para um indivíduo, à primeira vista, seguem as etapas de vida profissional: *ativa e inativa*. Investe na formação de renda esperada para diferentes etapas ao longo do tempo: juventude, idade adulta e maturidade, mudando de sinal nas transições: consumo da renda familiar, acumulação de capital próprio, e desfrute na aposentadoria, respectivamente (Gráfico 1).

Portanto, haveria primeiro uma *fase de acúmulo* e depois uma *fase de consumo*. Infelizmente, por instinto reprodutivo, os descendentes do *homo sapiens* tendem a trocar uma pela outra: com o desejo de sedução descontrolado, consomem mais em lugar de acumular.

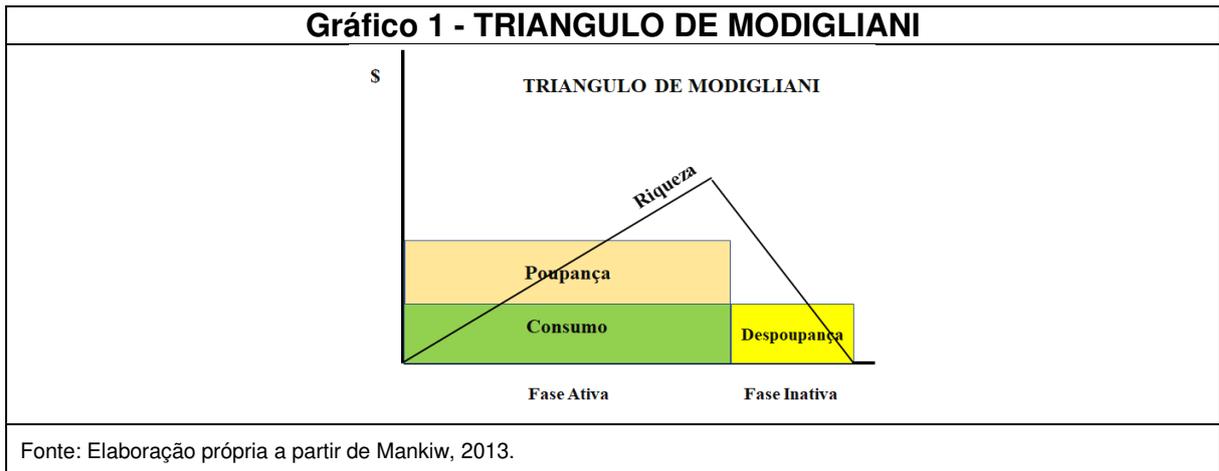
Dentre as conclusões, é importante nesta seção a constatação da *dependência da forma*, isto é, como o contexto de vida influencia os

comportamentos individuais quanto à “taxa de poupança”, ou melhor, autocontrole do consumo para fazer mais investimentos financeiros. O processo de formação da poupança individual (e acumulação de capital financeiro) afeta diretamente a extensão do período de aposentadoria em boas condições financeiras por parte de cada indivíduo. Rendimentos futuros esperados no planejamento de boa qualidade de vida inativa (aposentadoria) sugerem taxas de poupança mais elevadas, ou seja, abstenção no *consumo presente* em nome de maior *consumo futuro*.

A acumulação patrimonial é principalmente motivada em construir um patrimônio para desfrute de bem-estar durante a aposentadoria. O ritmo de acumulação seria determinado pela renda obtida por cada indivíduo e sua capacidade psicológica de autocontrole. Está submetida às imprevisibilidades dos ciclos econômicos: flutuações na renda agregada e no nível de desemprego, quando também deve manter-se firme no plano.

O estoque de capital individualmente acumulado na fase *ativa* do ciclo da vida financeira deve ser planejado em relação ao nível de rendimentos futuros capazes de manter o padrão de vida durante a fase *inativa*, isto é, a aposentadoria.

Abaixo, o “Triângulo de Modigliani” (Gráfico 1) representa uma linha do tempo na vida financeira. Supõe aumento de patrimônio com o avanço da idade por meio de economias pessoais durante a fase *ativa* do ciclo da vida para depois serem consumidas durante a fase *inativa*. No modelo, o valor deixado para descendentes como herança patrimonial depende da imprevisibilidade da data da morte ou da capacidade do poupador em acumular volumes significativos de patrimônio a ponto de manter sua riqueza líquida preservada sem comprometer seu padrão de vida na fase *inativa* até sua morte.



A variações da renda *per capita*, renda agregada e taxas de poupança, conforme apresentadas por Modigliani, não explicam de maneira satisfatória a desigualdade social observada na distribuição da riqueza patrimonial, como será visto no terceiro capítulo.

Por ora, aqui cabe a reflexão de a poupança para a aposentadoria ser uma das razões para acumular patrimônio, mas os efeitos da transmissão patrimonial recebida e da perpetuação familiar do capital desempenham papel importante no planejamento sucessório do processo de acumulação da riqueza familiar. Evidentemente, isso se refere às famílias de elevado patrimônio. Elas têm acesso a consultorias ou assessorias junto a gestores de patrimônio financeiro.

O Modelo do Ciclos de Vida Financeira enfatiza demais a desigualdade da distribuição da riqueza social ser fruto da desigualdade da renda do trabalho. Negligencia outros elementos como herança, escolaridade, a realização de investimentos rentáveis e seguros. Neste último quesito, o acesso a serviços financeiros de profissionais qualificados tem papel importante na seleção das opções mais adequadas. Esses aspectos também serão explorados nos capítulos seguintes.

A poupança individual durante à primeira fase do ciclo da vida, motivada por precaução, não explica a forte concentração da propriedade do capital atualmente observada. O fato de pessoas mais velhas serem em média mais ricas em relação às mais jovens não refuta evidências de concentração de riqueza dentro de cada faixa etária, inclusive entre os mais velhos (PIKETTY, 2016).

A concentração do capital tem relação com as heranças recebidas e seus efeitos cumulativos. Dá maior capacidade de obter recursos para investir e pagar os melhores serviços profissionais. Herdeiros são capazes de obter fontes de renda alternativas à renda do trabalho e, logicamente, isso afeta sua taxa de poupança. O comportamento de poupança e as atitudes perante o futuro não podem ser resumidos por um único parâmetro, como sugere a Hipótese dos Ciclos de Vida.

Além disso, o nível de escolaridade também pode influenciar entre posturas conservadoras ou mais arriscadas, levando-se em conta o fato de muitos investidores pessoas físicas atribuírem seu conservadorismo à falta de conhecimento de finanças e mercados. É uma matéria complexa, de difícil acompanhamento até para profissionais experientes. Experiência é um farol direcionado para o passado, convenhamos, não facilita seu entendimento.

As escolhas devem ser analisadas no âmbito de modelos mais abrangentes. Levam em consideração ao mesmo tempo a preferência pelo desfrute no presente, a poupança por precaução, o planejamento relacionado aos ciclos de vida, a importância dada à riqueza como demonstração de status social e aspectos cognitivos alheios a lógica da racionalidade.

Elas dependem do ambiente social e institucional (como o sistema público de Previdência Social), de estratégias e pressões familiares, de limitações impostas pelos diferentes grupos sociais. Por exemplo, certos direitos aristocráticos não podem ser vendidos livremente pelos herdeiros, assim como de fatores psicológicos, étnicos e culturais.

Esses elementos, aqui chamados de fatores socioeconômicos, são aqueles de maior influência na forma como as pessoas lidam com seus investimentos e não a personalidade individual do investidor. Em Finanças Pessoais, “o meio faz o sujeito”.

Como será visto mais detalhadamente nos próximos capítulos, contradizendo o previsto na Hipótese do Ciclo de Vida Financeira, pelo menos no Brasil, não há um comportamento de “despoupança”, durante as idades mais avançadas. Apesar de ter havido a evolução da expectativa de vida, a longevidade é

imprevisível sob o ponto de vista individual. Naturalmente, a riqueza familiar intergeracional é maior para níveis de riqueza mais elevados.

O motivo de transmissão familiar é relevante neste processo de construção da riqueza financeira pessoal. Há, porém, uma lógica de acumulação financeira pura, fenômeno observado desde o fim do século passado entre corporações empresariais e destacadamente na elite financeira.

A novidade é esse fenômeno estar ocorrendo entre as famílias de classe média alta, especialmente no Brasil. Trata-se de um processo de “financeirização da riqueza pessoal”, quando a parcela dos rendimentos oriundos de investimentos e aplicações financeiras passa a ter maior relevância em relação aos rendimentos totais. Também importantes são os motivos tradicionais como o sentimento de segurança, prestígio e poder fornecidos pelo alto patrimônio.

1.2.3 Fluxo de Caixa Descontado: “Tempo é dinheiro”

Irving Fisher (1906) propõe a revisão do conceito de *utilidade*⁴. Este conceito diz a utilidade ser a característica carregada por um bem, serviço ou ativo (forma de manutenção de riqueza) potencialmente capaz de atender uma necessidade, isto é, auferir-se valor. A utilidade de um bem é a medida objetiva da sua ‘desejabilidade’, isto é, sua *wantability*, neologismo empregado pelo autor.

A diferença sugerida é sutil em relação ao conceito de utilidade marginal de Stanley Jevons (1871) mais ligado à saciedade e menos a questão do valor. Sua generalização permite a Fischer empregar essa terminologia no campo das Finanças, sem violar os preceitos de equilíbrio neoclássicos⁵.

O valor presente de um investimento corresponde aos rendimentos a serem recebidos ao longo do tempo, descontada a taxa de juros de mercado como custo de oportunidade. *Dinheiro hoje é preferível a dinheiro amanhã*. As pessoas são impacientes e buscam ser recompensadas pelo custo de oportunidade em função de investirem em algum empreendimento produtivo em longo prazo – e não

⁴ Is "Utility" the Most Suitable Term for the Concept It is Used to Denote? (Irving Fisher, American Economic Review, volume 8

⁵ Definido em geral como a “A condição na qual todas as influências em ação são canceladas por outras, resultando em um sistema estável, balanceado e imutável.” Para os assuntos aqui estudados, como aquele momento no qual novas transações de ativos não podem mais ser realizadas. (Sharpe, 2007)

em um investimento financeiro com retorno em curto prazo. A preferência intertemporal se traduz por meio da taxa de juros: o prêmio da troca entre o consumo presente e o consumo futuro, ou seja, por conta de seu adiamento.

“A poupança nos leva a natureza do capital. Capital [...] é simplesmente a renda futura descontada, [...] capitalizada. A ponte de ligação entre renda e o capital é a taxa de juros.” (FISCHER, 1906: 18)

O valor de uma empresa é resultado do fluxo de caixa descontado pelo custo ponderado entre o capital próprio e o capital de terceiros. Este é utilizado para a *alavancagem financeira* do investimento: aumentar a escala do empreendimento e, em consequência, a rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio original, caso o lucro operacional supere as despesas financeiras com os empréstimos.

A escolhas entre projetos de investimento sob essas premissas, de modo a ser comparável o valor-presente de cada qual, permite à Empresa obter desempenho de longo prazo superior ao obtido apenas com o uso de capital próprio. Ela maximiza seus lucros e, portanto, eleva sua acumulação de capital.

Assim como Irving Fischer (1906), John Burr Williams (1905) aponta a importância dos fluxos de caixa futuros na determinação dos rendimentos em longo prazo das empresas, cujos resultados dependem de escolhas adequadas face ao futuro esperado, além de capacidade de readaptação ante as acidentalidades eventuais ou inesperadas. Esta visão carrega a noção de ‘custo de oportunidade’, critério para a seleção dos projetos mais rentáveis, mediado pela taxa de juros de mercado livre de risco. Daí a noção de *tempo é dinheiro*.

O principal problema na determinação do valor do capital e avaliação de um investimento é como ‘transportar’ o futuro para o presente. Este valor adicionado resultará de fatores voltados à produção e à comercialização, ao longo do tempo futuro, e não apenas do custo de aquisição dos meios de produção no presente.

Para a comparabilidade e a escolha, trata-se o valor de títulos de propriedade de maneira semelhante aos títulos de dívida. É necessário o desconto

dos fluxos de caixa previstos (entrada de rendimentos e saída de despesas) à taxa de juros de mercado.

O fato do recebimento de lucros e dividendos não serem contratualmente garantidos se refere ao grau de incerteza quanto ao recebimento de fluxos de entrada superiores aos fluxos de saída de caixa. As variações do valor do ativo de capital gerador destes fluxos podem (ou não) viabilizar o investimento. A passagem em seguida resume sua iniciativa:

“There was a time when businessmen did not use bond tables, when they did not calculate cost sheets... Just as these slipshod methods have been displaced by the work of experts, so should the mere guessing about future income conditions be replaced by making use of the modern statistical applications of probability.” (apud FOX, 2006 p.15)⁶

Fisher introduz a noção do *valor do dinheiro no tempo* de maneira prospectiva e dinâmica. Formaliza matematicamente a relação entre fluxos de renda nominais e reais em torno de um equilíbrio conforme uma taxa de desconto estabelecida. Refere-se ao seu custo de oportunidade.

A partir de suas discussões, Fisher ampliou o papel da taxa de juros para além do conceito financeiro de mera remuneração individualmente atribuída pelo investidor ao capital próprio a ser usado por outro para obter lucro. Contribuiu para a introdução de métodos estatísticos na avaliação do valor de ativos financeiros, questionando a ideia de aleatoriedade de preços e fornecendo base teórica para estudos posteriores de hierarquização de riscos e retornos.

Segundo Fischer, a oportunidade de investimento é qualificada por quatro princípios:

- i) *Máximo valor presente*: a melhor opção para investir é aquela com valor presente acima das demais de acordo com o desconto por uma taxa de juros de mercado;

⁶ Houve um tempo em que os empresários não usavam tabelas de títulos, quando não calculavam as planilhas de custos ... Assim como esses métodos desleixados foram substituídos pelo trabalho de especialistas, o mero palpite sobre as condições futuras de renda deve ser substituído por uso das aplicações estatísticas modernas de probabilidade.

ii) *Vantagem Comparativa*: custos e retornos das opções disponíveis devem ser comparados ao seu valor presente, também descontado aos juros de mercado;

iii) *Retorno sobre o custo*: a opção selecionada deve ser a com a taxa de retorno maior ou igual a taxa de mercado, ou seja, a alternativa financeira com maior liquidez;

iv) *Taxa Marginal de Retorno sobre o custo*: a melhor opção deve ser aquela cuja taxa de retorno sobre o custo for superior à taxa dos demais empreendimentos.

As oportunidades ainda remanescentes, após este afunilamento, são escolhidas de acordo com o *princípio da utilidade*, revisto pelo autor. Ele está conforme o grau de impaciência humana, individualmente determinado.

Embora a abordagem objetiva do fluxo de caixa descontado seja fundamental para o estudo das Finanças, este último aspecto subjetivo fornece uma tipologia para a caracterização de perfis de risco do investidor. Há distinções na escolha de carteiras de ativos financeiros entre: *títulos seguros* – renda fixa em dívida pública – e *títulos arriscados* – renda variável em debêntures (crédito privado) e ações.

“Qual indivíduo deve ou não ser classificado entre aqueles que assumem risco é determinado pelo seu coeficiente de relativo de precaução⁷(...) o acionista tem o seu fluxo de renda sujeito a um risco do qual o obrigacionista pretende se livrar. O obrigacionista renuncia à probabilidade de uma renda alta devido a certeza, ou suposta certeza, de uma renda constante. O acionista renuncia à segurança devido a possibilidade de maiores ganhos.” (FISCHER, 1906: p. 136)

Esta noção fornece preceitos para o desenvolvimento dos modelos das Finanças Tradicionais Modernas, como a Teoria do Portfólio e a Teoria da Informação. *Trade off*, custo de oportunidade avaliados a partir do conceito de

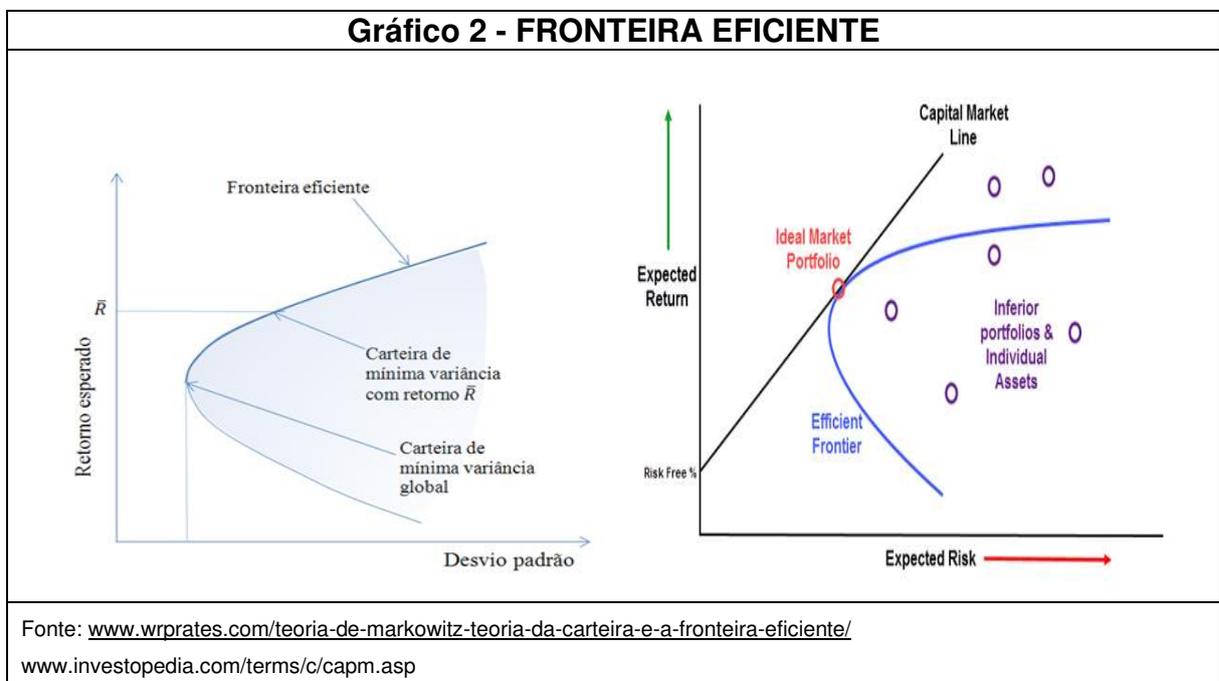
⁷ Medida individual determinada de acordo com o ‘temperamento’ do indivíduo, parte relacionada a sua natureza e parte relacionada ao seu meio.

renúncia à segurança em troca de retorno estão bastante presentes nas recomendações adotadas por assessores a partir dos resultados obtidos em testes de *suitability*.

Ainda é cedo para confrontar este método por meio da Hipótese do Perfil Dinâmico apresentada na introdução geral desta tese. Antes é necessário adicionar os elementos presentes nas outras duas teorias em associação direta com as Finanças Pessoais para a compreensão da estrutura teórica de amparo ao modelo vigente.

1.2.4 Teoria da Diversificação: “Não se coloca todos os ovos na mesma cesta”

A Teoria do Portfólio (MARKOWITZ, 1952) adota um modelo de calibragem da relação risco e o retorno ponderadas pela covariância de ativos hierarquicamente organizados conforme as possíveis escolhas ótimas de acordo com perfis de risco. Alguns economistas enxergam a Fronteira Eficiente como uma extrapolação das curvas de indiferença e isoquantas para as Finanças.



De acordo com a Teoria do Portfólio (TP), deve-se selecionar ativos cujos preços sejam independentes e, portanto, com movimentos não correlacionados. Isso torna possível diminuir o risco não sistemático de uma carteira por meio da

diversificação dos investimentos em diferentes ativos expostos a riscos distintos, de modo a compensar perdas e ganhos. Na prática financeira, a Teoria do Portfólio deu legitimidade conceitual ao provérbio popular: “*não coloque todos os ovos na mesma cesta*”.

O modelo rejeita o princípio de maximização dos retornos descontados a valor presente como critério primordial para a escolha entre diversas alocações possíveis em ativos produtivos e financeiros. Propõe uma nova abordagem de mensuração e monitoramento dinâmico do risco, administrável conforme a volatilidade distinta dos ativos em portfólio.

O valor fundamental deixa de ser critério principal na avaliação de investimentos. Dá lugar à busca pela relação risco-retorno ótima. Embora o especulador profissional tenha mantido seu comportamento maximizador de retornos e ganhos de capital, economistas acadêmicos passaram a enfatizar *aversão aos riscos*, isto é, a preferência por segurança acima de tudo.

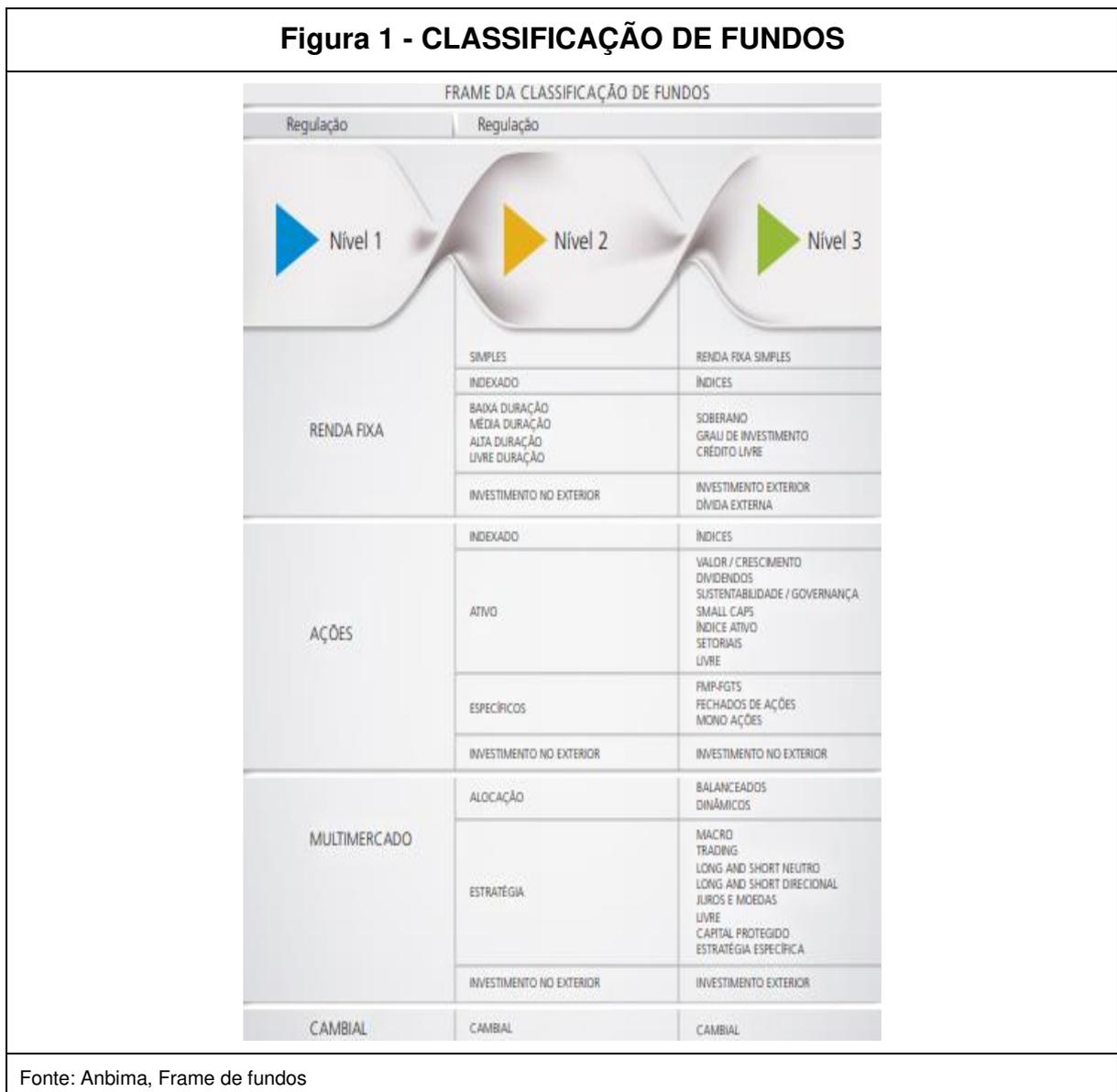
A Teoria do Portfólio é o marco teórico de respaldo à indústria de investidores institucionais. Os Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs) implementam controles e medidas de monitoramento de riscos em linha com os pressupostos dessa teoria. Ao escalar o risco pela volatilidade e o retorno de portfólios de investimentos a Teoria do Portfólio ‘resolveu’ o problema da mensuração do risco.

Quando atribuiu um valor estatístico ao risco de um ativo isoladamente, Markowitz forneceu aos gestores de recursos a ferramenta necessária para montar portfólios mais rentáveis sem elevar significativamente o risco, incluindo ativos de maior retorno esperado em menor proporção aos ativos de baixo risco. Essa ponderação permite controlar as oscilações do *portfólio* em torno de uma faixa de volatilidade máxima e mínima.

A partir destas faixas de volatilidade é possível atribuir *posturas de investimento*. Os fundos onde a relação risco vs. retorno é maior são mais indicados para clientes arrojados, enquanto quem se incomoda com oscilações deve investir em fundos menos voláteis. Basta aplicar um questionário capaz de capturar qual o

grau de aversão ao risco do potencial cliente investidor e selecionar a opção de investimento mais adequada para o *suitability*.

A Anbima divide os fundos de investimento em três níveis de classe de ativos, 14 categorias e mais de 20 subcategorias, segmentadas para mais uma série de classes de risco, uma infinidade de diferentes opções, tendo como base os princípios elaborados por Markowitz. ativos componentes de cada portfólio (Figura 1).



Por um lado, a Teoria do Portfólio forneceu um cálculo para o risco, adicionando maior complexidade na precificação dos ativos. Somente mercados organizados e eficientes onde são realizadas livres transações entre múltiplos

agentes permitem a precificação *adequada* de ativos. Por outro lado, também estão sujeitos às oscilações de curto prazo típicas destes sistemas.

É aí onde reside a contradição entre o perfil *suitability* e a postura adotada pelo investidor. Mercados secundários são ambientes importantes para fornecer liquidez, mas também permitem movimentos especulativos, como no exemplo do concurso de beleza de Keynes. A especulação gera oportunidades, lucros ou perdas extraordinárias.

Investidores não profissionais em busca destes lucros extraordinários, ou para evitar perdas, podem adotar posturas efetivas diferentes comparadas ao seu perfil *suitability*. Momentos de euforia ou pânico não respeitam as curvas de probabilidade e risco dos modelos de Markowitz. A Teoria da Informação vem contemporizar este problema e completa a tríade de teorias tradicionais de suporte a atividade dos assessores de investimentos financeiros.

1.2.5 Hipótese dos Mercados Eficientes: “Não se supera o mercado o tempo todo”

Um mercado financeiro “eficiente” é definido como aquele onde os preços dos ativos negociados refletem plenamente as informações disponíveis simultaneamente a seus participantes acerca dos fundamentos relevantes.

Segundo a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), por meio dos sistemas de negociação nesses mercados bem-informados, os retornos esperados individuais em excesso se ajustam ao valor de equilíbrio fundamental médio esperado. Essa hipótese está baseada na informação igualmente disponível a todos os investidores no momento da transação (Fama, 1970). Informações privilegiadas são tomadas como crime financeiro passível de punição pelas autoridades fiscalizadoras e, portanto, desconsideradas, supondo uma fiscalização tão eficiente quanto os mercados.

As bases teóricas da HME se sustentam por três premissas progressivas:

- (i) investidores são tomados como racionais e guiam suas escolhas sob estes preceitos;

- (ii) alguns investidores “mercadores de rumores” (*noisy traders*) geram perturbações aleatórias;
- (iii) investidores racionais (assim como o *homo pragmaticus*) atuam como arbitradores, quando interagem com investidores não racionais, e, de maneira pressuposta, eliminariam os efeitos de perturbações sobre os preços não bem fundamentadas. As operações ‘fora de preço’ são canceladas por negócios contrários realizados pelos arbitradores, comprando onde está barato e vendendo onde está caro. O mercado se autorregula.

A avaliação de ativos segue as premissas das Finanças Racionais: o valor presente dos fluxos de caixa líquidos esperados no futuro é descontado pela taxa de juros de mercado. Informações capazes de influenciar essa taxa de desconto são imediatamente incorporadas aos preços dos ativos por meio de compras ou vendas, dependendo da orientação (positiva ou negativa em termos de ganhos de capital) decodificada pela informação disponibilizada.

Por meio do modelo de precificação de ativos CAPM⁸ (SHARPE, LITNER, 1966), os investidores racionais ajustam seus retornos esperados. São capazes de identificar ativos precificados acima ou abaixo do valor fundamental e orientar decisões de compra e venda. Atuam, por meio da arbitragem, na posição de compra (*long*) ou venda (*short*), eliminando eventuais efeitos de longo prazo, provocados por investidores não racionais.

O fato de alguns investidores racionais obterem ganhos extraordinários a partir de distorções provocadas por investidores não racionais não é visto como evidência de ineficiência. Refere-se apenas à rapidez de reação à qual providencia tomar diante da nova informação e a velocidade com a qual é ‘incorporada’ aos preços.

Neste sentido, não basta apenas ter a informação, mas saber *o que fazer* com ela e aí a capacidade de reação de investidores. Além de racionais, se são profissionais experientes, tendem a ser bem mais rápidos e precisos se comparados aos investidores apenas racionais e mais ainda em relação aos não racionais.

⁸ CAPM - Capital Asset Pricing Model, Modelo de Precificação de Ativos de Capital.

A HME propõe dois conceitos essenciais, assumidos na incorporação das informações aos preços e na eficiência de mercado.

Primeiro, identifica *três tipos de eficiência*, separados conforme o acesso dos participantes do mercado à informação: (i) fraca; (ii) semiforte, e (iii) forte.

Segundo, levanta *o problema da hipótese conjunta*: a validação da eficiência do mercado não pode ser refutada sem a rejeição simultânea do Modelo de Equilíbrio de Mercado. Este é um mecanismo de fixação de preços em longo prazo com tendência de reversão à média estabelecida por fundamentos conhecidos dos distintos ativos.

Em sua *forma fraca*, as informações relevantes advertem apenas quanto às cotações e retornos passados dos ativos: não é possível obter retornos futuros com base no conhecimento de retornos passados. Esta é uma nota bastante comum em rodapés de avisos (*disclaimers*) de brochuras comerciais de investimentos.

Esta primeira forma encontra respaldo na hipótese de os ativos negociados em mercados eficientes seguirem um comportamento aleatório: *Random Walk Theory* (Passeio Aleatório) (MALKIEL, 1973), um dos propagadores da HME. William Sharp, Paul Samuelson e Louis Bachelier reforçam a HME, apresentando evidências empíricas de os preços das ações refletirem todas as informações e expectativas disponíveis. O sistema de preços portanto é a melhor aproximação do valor intrínseco de um ativo financeiro: “o rabo abana o cachorro”.

É impossível obter ganhos com distorções nas precificações, de forma consistente ao longo do tempo, tendo em vista os movimentos de preços serem na maioria aleatórios, em curto prazo e motivados por eventos não previstos. Não se pode *bater* o mercado o tempo todo, se não se antecipa corretamente o conteúdo positivo ou negativo da próxima notícia.

O *portfólio* (carteira) de mercado é aquele cujo desempenho reflète as variações no valor de ativos de acordo com sua participação do total de negócios, considerado o risco não diversificável. Devido à aleatoriedade dos retornos no curto prazo é melhor investir em fundos passivos bem gerenciados e diversificados

(SHARP, MALKIEL, 1973). Fundos de Índice (ETFs⁹), Indicadores de Risco (VIX), operações estruturadas ou estratégias de alavancagem das prateleiras de produtos de investimentos distribuídos pelos profissionais de mercado, respaldados pela HME.

A *hipótese semi-forte* reconhece a incapacidade dos investidores de obter retornos superiores, utilizando qualquer informação pública disponível. Tão logo novas informações se apresentam elas são instantaneamente incorporadas aos preços e não é possível obter ganhos extraordinários a partir delas.

Apesar de levar em conta elementos adicionais somados às informações passadas da forma fraca, a forma semiforte ainda é limitada. Ainda é possível obter vantagem a partir de informações não públicas, de forma privilegiada.

Mesmo na *forma forte* da HME seria impossível auferir lucros anormais, tendo em vista a informação rapidamente se tornar pública mesmo quando é obtida de maneira privilegiada. Embora haja inúmeros casos de *insider trading* (negócios com informações privilegiadas) descritos na literatura, os mecanismos punitivos de mercados eficientes diminuem a atratividade destas práticas.

Aqueles “vencedores contumazes”, como nas estórias de sucesso da literatura de autoajuda, seriam líderes a atrair uma tendência dos demais investidores os seguirem em comportamento de manada e/ou profecia autorrealizável. Não raro acabam em *bolhas de ativos*, percebidas muito tarde por retardatários ao chegarem no fim do *boom*. Os iniciantes flexibilizam seus perfis para adotarem posturas mais agressivas, diante do sucesso financeiro de um amigo, vizinho ou *youtuber* predileto.

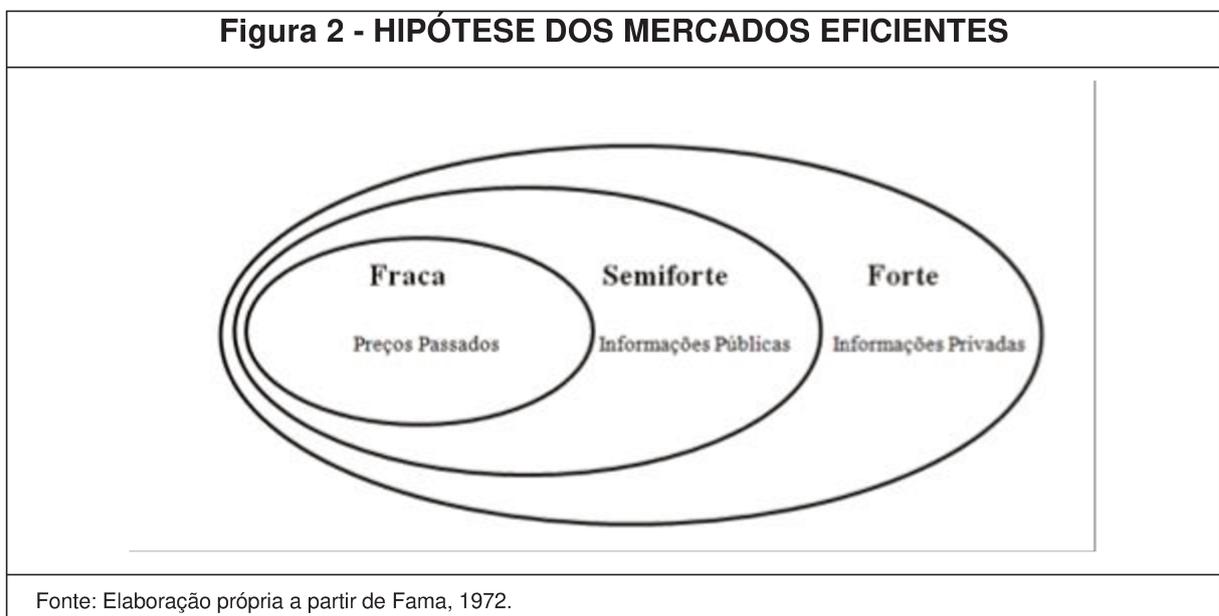
Evidência bastante contundente e contemporânea é a máxima histórica do índice Bovespa (119.527,63 pontos, em 23/01/2020) ter coincidido com o recorde de investidores pessoa física na Bolsa - 1,94 milhões em fevereiro/2020, em 12/2018 eram 813,3 mil, menos da metade. Exatamente dois meses depois da máxima (23/03/2020), o Índice Bovespa despencou para 63.569,62 pontos.

⁹ ETF: *Exchange Traded Funds* Fundos Negociados em Bolsa, passivos em índices ou cestas de ativos.

A sustentação da HME nestas três formas é amparada pelo Efeito Substituição entre os ativos (SCHOLLES, 1965). Grandes volumes negociados por investidores menos informados (leigos, *homo sapiens* ou *noyse traders*), geram ruídos absorvidos por investidores mais informados (profissionais, *homo pragmaticus* ou arbitadores). Esses “mercadores de rumores (ou boatos)” abrem posições em ativos com tendências contrárias, anulando os efeitos destas distorções por meio de ajustes de preços. A competição entre ativos substitutos próximos permite a arbitragem em mercados eficientes.

Esse Efeito Substituição caracteriza-se pela não reação dos preços à ‘não informação’. Ela se daria por meio da arbitragem e permitiria aos investidores ajustar seus portfólios para a absorção de maiores volumes sem influência nos preços (SHLEIFER, 2000).

Investidores *mal-informados* detêm portfólios inferiores, pois negociam com base no boato sob maior risco e sujeitos a menores retornos. Investidores *bem-informados* negociam seus ativos próximos à fronteira eficiente, detendo portfólios de menor risco e maiores retornos, por meio da arbitragem e do efeito substituição.



Enquadrar o produto mais adequado ao perfil de risco do investidor é o desafio profissional em Finanças Pessoais. Investir em opções conservadoras significa menor volatilidade, portanto menor *risco* e maior liquidez, mas menor retorno. Carteiras agressivas incluem ativos com volatilidade maior e coeficiente

Beta¹⁰ acima de 1 (um), mas têm retornos esperados superiores. O importante não é mais “derrotar o mercado”, mas balancear de forma eficiente a relação risco-retorno ideal, conforme a capacidade e a tolerância ao risco do investidor obtidos a partir do *suitability*.

Enfim, de acordo com a HME, os preços dos ativos tendem ao equilíbrio e a se ajustarem adequadamente conforme a chegada de novas informações sobre os fundamentos (FAMA, 1970). Diferenças entre o valor fundamental e o valor de mercado são rapidamente corrigidas por ajustes de preços. Ganhos extraordinários são anormais e de curto prazo.

As afirmações da Hipótese dos Mercados Eficientes em conjunto com o Método de Fluxo de Caixa Descontado, a Teoria do Ciclo de Vida e a Teoria do Portfólio compõem o arcabouço teórico de base para as Finanças Racionais, hegemônica entre os operadores de mercado. Sua dominância, porém, não é absoluta. Ela encontra críticas contundentes dos adeptos das Finanças Comportamentais, assunto da próxima seção.

1.3. Finanças Comportamentais

As Finanças Comportamentais (FC) oferecem uma visão alternativa dos mercados financeiros, onde não se espera sua eficiência, mas a presença de desvios e anomalias persistentes, ao contrário dos postulados da HME (SHLEIFER, 2000). As FC abordam a forma pela qual as pessoas interpretam informações sobre finanças e tomam suas decisões de investimentos. Contemplam a psicologia dos investidores. Na solução de problemas financeiros, é necessário considerar ações não racionais por parte de agentes do mercado (VALVERDE, 2002).

Questionam exatamente o pressuposto da racionalidade ilimitada. A concepção do *homo economicus*, maximizador e utilitarista segundo as finanças tradicionais, não passa de modelo teórico alheio à realidade. Mercados financeiros, por mais sofisticados e alinhados a estes pressupostos sejam, em última análise,

¹⁰ Representa a volatilidade do portfólio em relação a volatilidade do índice de mercado. Essa variável é utilizada nos modelos de *valuation*, CAPM e em operações estruturadas com ações e derivativos.

são comandados por decisões humanas, sujeitas a erros cognitivos e vieses comportamentais. A racionalidade humana é limitada.

Alguns economistas comportamentais consideram o modelo padrão neoclássico uma lógica de tomada de decisão afastada das possibilidades reais do ser humano. Outras correntes mais moderadas adotam suas premissas de racionalidade, alegando a impossibilidade de os modelos serem simultaneamente normativos com base no *que deveria ser* e descritivamente válidos em termos positivos de *o que é*, de fato (DE CASTRO, 2014).

O conceito tradicional de racionalidade, enquanto modelo lógico de maximização da utilidade, ampara as Finanças Racionais, como visto na seção anterior. Negligencia a incerteza fundamental, isto é, desconsidera em seus modelos as limitações técnicas e físicas (referentes ao Tempo e a Espaço), na previsão de eventos futuros (COLANDER et. Al, 2004, DEQUECH, 2007). O futuro incerto é um complexo resultante de interações de múltiplas decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras.

As limitações da racionalidade econômica foram questionadas por Herbert Simon (1983). Segundo o autor, a racionalidade representa um estado de conformidade entre fins preestabelecidos e os meios para alcançá-los. Descreve alguns mecanismos, presentes nas características humanas, plausíveis ao modelo comportamental de racionalidade limitada.

As pessoas são capazes de manter sua concentração apenas em problemas de atenção imediata. Produzem alternativas de ação em busca das alternativas viáveis e a capacidade de adquirir conhecimentos sobre os fatos e inferir a partir desses. Uma escolha será racional se mantiver consistência com as informações disponíveis no momento da tomada de decisão.

Estas decisões, porém, não necessariamente são coerentes, pois dependem da ordem na qual são apresentadas as alternativas. Fatos muito subjetivos, como percepções acerca do ambiente, excesso ou falta de informações, são julgados com base em crenças – ou má fé. Um conjunto de informações deturpadas pode gerar comportamentos não racionais.

Embora a consistência lógica garanta a racionalidade das ações dos indivíduos, ela é insuficiente para conduzi-los a situações ótimas. Crenças individuais podem aparentar serem logicamente consistentes ou racionais, mas indivíduos mal-informados encontram dificuldades para agir em benefício da acumulação de capital próprio. A escolha racional seria à primeira vista ótima em relação às crenças dos indivíduos e às informações disponíveis (MELO & FUCIDJI, 2015). Mas crenças, científicas ou não, sempre devem ser questionadas pelo método científico.

O problema reside nas limitações do conhecimento dos agentes econômicos, incapazes de aplicarem plenamente as premissas da racionalidade às complexidades do mundo real. A racionalidade está restrita às fronteiras do próprio conhecimento humano: a capacidade humana para formular teorias para a resolução de problemas complexos é limitada quando confrontada às dimensões das questões do mundo real¹¹. O processo de decisão dos agentes do mundo real obedece a critérios estabelecidos em sua hipótese da satisfação:

“In these two essays [the papers of 1955 and 1956] the focus is upon ways of simplifying the choice problem to bring it within the power of human computation. [...] The key to the simplification of the choice process in both cases is the replacement of the goal of maximizing with the goal of satisficing, of finding a course of action that is 'good enough'. I have tried, in these two essays, to show why this substitution is an essential step in the application of the principle of bounded rationality.” (SIMON, 1957, pp. 204-5)¹²

Ao invés de maximizar valores, o objetivo deve ser a satisfação da escolha por meio de critérios para selecionar a melhor decisão. Ela seria capaz de cumprir ou exceder premissas mínimas aceitáveis diante da limitada capacidade computacional da mente dos agentes econômicos.

Os avanços na literatura de Finanças Comportamentais apontam para as influências de emoções como o medo e a esperança nas decisões dos investidores

¹¹ *Bounded Rationality* (SIMON, 1957), Racionalidade limitada

¹² Nestes dois ensaios [os artigos de 1955 e 1956], o foco está nas formas de simplificar o problema da escolha para colocá-lo ao alcance da computação humana. [...] A chave para a simplificação do processo de escolha em ambos os casos é a substituição da meta de maximizar pela meta de satisfação, de encontrar um curso de ação que seja 'bom o suficiente'. Tentei, nesses dois ensaios, mostrar por que essa substituição é um passo essencial na aplicação do princípio da racionalidade limitada.”

ao tomar risco. Profissionais de Finanças (analistas e gestores) cometem os mesmos erros, repetidamente (KAHNEMAN; SLOVIC; TVERSKY, 1982).

Segundo estes autores, os erros são variações de fenômenos psicológicos e são divididos em três grandes temas, descritos nas próximas subseções: Vieses Heurísticos, Teoria da Perspectiva (ou do Prospecto: “o que se espera”) e Ineficiência do Mercado.

1.3.1. Vieses Heurísticos

Um *viés heurístico* é a representação objetiva de vieses cognitivos, erro sistemático (não aleatório) de pensamento capaz de afetar um julgamento a ponto de ferir as normas da lógica formal. Como já dito na Introdução, a *heurística* é uma técnica de pensamento e comportamento praticamente automática nos humanos. Eles agem de modo intuitivo e inconsciente para achar prováveis respostas para aquilo procurado.

Pode ser considerada um “atalho mental” usado no pensamento humano para se chegar aos resultados e questões mais complicadas de modo rápido e fácil, mesmo se forem incertos ou incompletos. São frequentemente associadas a vieses cognitivos, podendo ser resultado de erros no processamento de informações, motivadores ou desmotivadores.

Diz-se uma hipótese de trabalho, adotada provisoriamente como ideia diretriz na pesquisa dos fatos, ser uma *heurística*. Refere-se também ao método pedagógico de aprender por si mesmo na “Escola da Vida”, por tentativa e erro. Profissionais financeiros podem cometer erros por acreditarem em suposições formuladas a partir de heurísticas, hipóteses adotadas por si só e não testadas sob o método científico, quando processam informações.

As pessoas não dotadas de educação científica tomam suas decisões por meio da aprendizagem prática, baseada primordialmente em série de tentativas-e-erros: repetição do acertado e abandono do fracassado – e não através da aplicação de teorias abstratas, baseadas em regularidades testadas por método científico.

A difusão deste conhecimento leva ao emprego de “regras de bolso”, métodos simplificadores de soluções na tomada de decisão. Geralmente, são apoiados em premissas demasiadamente generalizadas – ou mesmo completamente falsas. A Economia Comportamental identifica os princípios inconsistentes, empregados na adoção dessas regras de bolso e os erros sistemáticos por elas causados. Kahneman (2012) lista diversas destas heurísticas como as descritas a seguir.

1.3.1.1. Disponibilidade

O *Viés da Disponibilidade* é uma forma de julgamento acerca de determinado tema, onde uma questão é substituída por outra predominante no escopo da experiência pessoal do indivíduo.

“O mundo em nossas cabeças não é uma réplica precisa da realidade; nossas expectativas sobre a frequência de eventos são distorcidas pela preponderância e intensidade emocional das mensagens às quais estamos expostos.” (KAHNEMAN, 2012; p. 177).

Este viés se apresenta individualmente em investidores financeiros pela tomada de riscos excessivos ou manifestação de medos infundados. Geralmente são fundamentadas em experiências anteriores exitosas em termos pessoais ou de pessoas próximas. Não têm garantia das mesmas condições contextuais se repetirem no futuro, mas eles repetem as decisões por estarem prontamente disponíveis suas recordações de sucesso.

É particularmente importante nas Finanças Pessoais, tendo em vista as inúmeras histórias de sucesso ou fracasso no mundo financeiro em circulação na mídia e no imaginário coletivo. Estigmas, estereótipos e limitações na visão de mundo exacerbam seus efeitos, podendo resultar em excessos de conservadorismo ou euforias exacerbadas.

Quando assume proporções coletivas, potencializam movimentos de pânico ou euforia nos mercados. Eventos encadeados podem ocasionar ‘cascatas de disponibilidade’, uma série autossustentável de eventos a partir de notícias reais

veiculadas e disseminadas em massa, atingindo escalas de grandes proporções. Geram “comportamentos de manada”, profecias autorrealizáveis, reforçadas pela “falácia da sorte do iniciante”, ou seja, quando o novato entra na alta faz negócios de sucesso e acaba devolvendo todos os ganhos por não saber antecipar movimentos coletivos, pois imagina seu sucesso ser resultado de sua capacidade extraordinariamente acima dos demais investidores.

1.3.1.2. Representatividade

O viés de representatividade é observado em heurísticas quando o julgamento assume haver probabilidade de eventos aleatórios serem classificados como conjuntos a partir da observação de graus de semelhança entre estes eventos. Isso implica em negligenciar a taxa básica de probabilidade do evento isoladamente.

A Psicologia Cognitiva descreve este processo a partir do julgamento individual baseado na ‘memória’ de eventos possíveis diante de uma decisão e determinados cenários possíveis já vivenciados de alguma maneira. O viés é validado por meio de um raciocínio encadeado:

- i) o armazenamento e retenção de informações relevantes na memória de longo prazo, por exemplo, a variação no preço de um ativo após a divulgação de uma notícia favorável ou desfavorável sobre seus fundamentos;
- ii) o reconhecimento de uma situação na qual a informação armazenada é relevante para a análise de novas notícias de teor semelhante;
- iii) associação das ações possíveis ao cenário em questão (comprar, vender ou não fazer nada);
- iv) estimativa da frequência ou probabilidade subjetiva do resultado plausível: alta, baixa, estabilidade (HASTIE; DAWES; 2000, p.80).

A frequência destas estimativas pode ser influenciada diretamente pela exposição no noticiário de uma determinada informação, independentemente da frequência da ocorrência de fato. A amostra de experiências dominantes é originalmente enviesada, pois negligencia sua probabilidade em termos amostrais de todo o universo do passado (COMBS; SLOVIC, 1979).

Esse viés pode explicar uma das razões pela qual investidores pessoais assumem diferentes perfis ao longo do ciclo econômico. Como há dependência da forma, tendem a adotar posturas mais conservadoras ou agressivas conforme a conjuntura e/ou o contexto já vivenciado, de acordo com sua memória periférica, onde predominam os fatos mais recentes.

Quando se lembram destes eventos tendem a seguir a “regra do pico” (*peak end rule*), onde a memória de experiências anteriores (agradáveis ou desagradáveis) não corresponde ao nível médio de sentimentos positivos ou negativos, mas ao ponto mais extremo e ao final do episódio (KAHNEMAN & TVERSKY, 1999; BHC, 2015).

Galbraith (1994) e Kindleberger (1999) descrevem os episódios de crise e euforia nos mercados financeiros. A partir da disseminação de determinada informação ou evento no (in)consciente coletivo, seus efeitos assumem escalas exponenciais. Até mesmo especialistas são capturados por *manias e histerias especulativas* por conta de uma tendência firme de alta de preço, ao comprarem com base na profecia autorrealizável de se vender caro mais adiante.

Esse padrão comportamental foi observado nas crises da Especulação com Tulipas, durante a Revolução Financeira ocorrida na Holanda, no século XVII, no *crash* (quebra) de 1987 e em episódios mais recentes como na crise *subprime*. No final da seção, estes e mais alguns episódios são organizados analiticamente para ilustrar como os temas aqui abordados se manifestaram em eventos sistêmicos e extremos.

1.3.1.3. Regressão à Média

É a esperança de uma série de variáveis (imperfeitamente correlacionadas) convergirem seus resultados à sua média histórica. Resultados extremos tendem supostamente a convergir para uma média amostral, quando são escalados ao longo do tempo. Média aritmética ou média móvel de séries temporais não devem ser considerados como um padrão para a decisão com efeitos de curto prazo.

Um resultado extremamente ruim ou bom de um portfólio de investimentos, em um determinado período, não deve ser considerado como novo patamar para o período seguinte, embora, tudo mais constante, estejam correlacionados. Há dependência de trajetória.

A regressão à média é a resposta para um viés comum no cotidiano e na academia. A confusão entre correlação e causalidade leva a falsas atribuições a partir da observação de desempenhos extraordinários. Estes passam a ser tomados como permanentes.

A regressão à média é facilmente perceptível quando se consideram amostras nas quais eventos particulares não afetam o resultado coletivo de forma significativa. ‘Quando a amostra é grande, nenhuma variável individualmente é capaz de alterar o resultado agregado ou o total’, diz a Lei dos Grandes Números. Quando as amostras assumem características extremistas, o efeito é outro. Uma única observação tem a capacidade de impactar desproporcionalmente no resultado agregado.

Medidas físicas compõem em geral *amostras mediocráticas*: peso, altura, idade, por exemplo. Renda, patrimônio, taxas de inflação, preços de commodities, enfim variáveis relacionadas a aspectos sociais são *amostras extremistas*.

“Mediocrático é onde devemos suportar a rotina, o óbvio, o previsível; Extremismo é onde nos sujeitamos à tirania do singular, do acidental do não visto e do imprevisível.” (TALEB, 2006; p.67).

Variáveis mediocráticas não são escaláveis: por mais esforço feito, não é possível perder peso significativo em um único dia de exercícios ou um médico ficar rico em uma única consulta. Por meio da especulação extremada, porém, é possível criar ou destruir uma fortuna em um único minuto.

A atuação dos mercados financeiros apresenta padrões extremistas e a (não) regressão à média. Este viés heurístico, em conjunto com o viés de disponibilidade, pode atuar de maneira importante em desvios permanentes de mercado e crises financeiras sistêmicas.

A regressão à média é particularmente problemática quando se implementam ações para buscar melhorias no estado atual das coisas. Tomam por base uma referência geral como rendimentos e performance de investimentos em relação a referências como índices, *benchmarks* ou metas (HASTIE, DOWES; 2001).

Uma pergunta comum nos questionários *suitability* é sobre a atitude do investidor em relação a queda do patrimônio: “O que faria se suas ações sofressem uma desvalorização em um curto espaço de tempo?”. Em seguida as opções de resposta: (a) venderia tudo imediatamente; (b) manteria minhas ações; (c) compraria mais. Independentemente da resposta, isso revela total desconhecimento dos formuladores deste tipo de teste do viés de regressão à média, tendo em vista este tipo de pergunta reforçá-lo.

Vender tudo, manter ou comprar mais não revela uma suposta postura conservadora, moderada ou agressiva. A resposta ‘vende tudo’ revela um investidor emocionalmente vulnerável ao pânico, responder ‘manter’ parece sugestão mais apropriada a ‘não sei o que fazer’ e ‘comprar mais’ revela a crença do fato de o preço estar menor significar a ação estar mais barata, quando na verdade pode ser exatamente o contrário.

Este tipo de questão revela tudo menos a postura de investimento adequada a ser a dotada, simplesmente pelo fato de não importar o que o investidor faria, pois o fato de cair ou subir não significa nada. O importante é porque o preço do ativo mudou. Se essa tendência é permanente é uma questão muito mais profunda e exige ajuda profissional para responder.

Segundo Kahneman (2011), não é possível eliminar a regressão à média, mas há como adotar algumas precauções quando se traçam previsões. Deve-se evitar as chances de interferência da intuição capaz de confundir causalidade e correlação.

A abordagem de previsão permite domar as previsões intuitivas. Os passos a seguir podem ser aplicados para estimar os resultados de investimentos ou o crescimento de uma empresa:

- a) estimar a média da amostra, com base na informação disponível;
- b) formular a previsão com base na estimativa, uma previsão intuitiva;
- c) calcular a correlação entre **b** e **a**, para limitar a distância do deslocamento entre **a** e **b**;
- d) descontar a correlação do resultado estimado em **b**, em medida correspondente à correlação observada, a previsão continua intuitiva, porém mais moderada.

Quando Taleb (2006) aponta para os efeitos do extremismo como causa da vulnerabilidade à *cisnes negros*, isto é, eventos não previsíveis de acordo com a estatística gaussiana tradicional, ele se refere, justamente, à incapacidade plena dos modelos tradicionais em capturar eventos imprevisíveis, mesmo com ajustes do tipo propostos por Kahneman. Mas eles constituem parte da realidade dos mercados financeiros modernos. Não há como moderar estimativas quando a escala alcança proporções inimagináveis intuitivamente.

1.3.1.4. Ilusão de Compreensão

Ocorre quando uma boa história tem a capacidade de mobilizar as pessoas em direção à convicção de haver algum sentido ou uma razão nos acontecimentos do mundo. Em essência, o encadeamento de fatos e ações de maneira coerente nas interações do mundo social se dá ao acaso. Certas pessoas pobres se tornam empresários de sucesso, gestores de recursos pouco preparados têm desempenhos extraordinários, investidores aparentam deter métodos infalíveis, estudantes erguem impérios de tecnologia na garagem de casa: cada um desses casos de sucesso tem sua história, mas esta pode ser replicada?

A resposta é não, cada indivíduo é dono de suas próprias escolhas e oportunidades. A sorte às vezes pode ser o elemento responsável pelo sucesso. Mas as pessoas têm dificuldade em atribuir peso estatístico à sorte ou má sorte. “Estar no lugar certo no momento certo” seria fruto de uma astúcia ou uma extraordinária capacidade individual, seja por inteligência ou por pressuposta intervenção divina. “Não existem coincidências”, dizem.

Segue esta linha o **viés de confirmação**, quando as pessoas buscam a validação de suas convicções, mesmo falsas, em informações coerentes com seus pensamento e preconceitos. O pensamento científico, onde as teorias devem avançar com base em evidências falsificadoras ou de suporte à hipótese é a melhor maneira de se evitar o viés de confirmação.

O viés da **ilusão de compreensão** está relacionado à maneira como as pessoas entendem o passado. A dificuldade do ser humano em lidar com ‘não eventos’ ou ‘não informação’, conforme visto na seção anterior, leva à elaboração de explicações lógicas e estórias imaginadas com sentido lógico para justificar a ocorrência de um evento não previsto ou de baixíssima probabilidade. O pensamento humano tende a trabalhar com informações limitadas e tomá-las como se fossem toda a informação disponível. Isso reduz a ansiedade e alimenta a ilusão de o futuro ser controlável e previsível. É tranquilizador (KAHNEMAN, 2011).

Esta característica cognitiva do cérebro humano é amplamente explorada na indústria financeira. Não apenas na relação comercial entre profissionais e clientes, mas especialmente pela literatura de autoajuda financeira. A narrativa adotada em boa parte dos livros mais vendidos no mercado segue uma sequência de etapas orbitadas por crenças e mitos seculares, relacionados à riqueza, ao poder e ao sucesso.

O senso comum frequentemente associa felicidade à riqueza. Por vezes confundidas como um fim em si, a prosperidade financeira é apenas um meio, entre outros necessários, para a obtenção de bens essenciais para uma vida boa. Os bens básicos são: saúde, segurança (inclusive econômica), pertencimento, respeito com tolerância mútua, harmonia com natureza, afeto e lazer criativo (SKIDELSKY, 2012).

Embora esses sejam os bens essenciais, o caminho para o enriquecimento pessoal no mundo capitalista passa necessariamente pela acumulação material – e esta pode não trazer uma boa vida. O fascínio pela riqueza está poderosamente embutido no subconsciente social pela falsa identificação dela com felicidade. Ele é repleto de mitos, ambiguidades, abstrações e crenças, determinados de acordo com os valores morais e os padrões culturais vigentes.

Os livros de autoajuda são guias sobre temas variados. Têm o objetivo de ensinar a desenvolver aptidões para atingir certos objetivos por meio do esforço individual. O assunto finanças e riqueza ocupa espaço importante nesta literatura, um dos temas mais vendidos do segmento. A disseminação deste tipo de conhecimento, como um meio de Educação Financeira para leigos, não deve ser ignorada, tendo em vista a capacidade de influência direta no comportamento dos investidores pessoas físicas e de profissionais de mercado.

É leitura não acadêmica ou científica, no sentido de suas hipóteses não serem submetidas a testes para falseamento ou não. Muitas vezes, transmite conceitos complexos – resultantes de interações de múltiplos componentes – de maneira superficial. No entanto, é possível identificá-la com princípios socialmente compartilhados em torno de ‘conhecimentos’ financeiros habituais de senso comum em acordo com o momento histórico de cada publicação. Taleb (2006) chama ao recurso para explorar a ilusão de percepção de *falácia da narrativa*.

“The fallacy is associated with our vulnerability to overinterpretation and our predilection for compact stories over raw truths. It severely distorts our mental representation of the world; it is particularly acute when it comes to the rare event.” (TALEB, 2006)¹³

As pessoas tendem a buscar mensagens claras sobre determinantes do sucesso ou fracasso nos negócios, uma demanda por *certezas*, embora sejam ilusórias. Não significa incapacidade de distinguir a qualidade de produtos ou a rapidez nos serviços, mas sim restringir o julgamento ao resultado da performance. O atingimento de uma meta encobre as percepções dos defeitos no processo. Os sucessos não necessariamente estão relacionados ao desempenho ou são possíveis de serem replicados por serem estritamente ligados às circunstâncias particulares não repetíveis.

¹³ A falácia está associada à nossa vulnerabilidade à interpretação exagerada e à nossa predileção por histórias compactas em vez de verdades cruas. Isso distorce severamente nossa representação mental do mundo; é particularmente agudo quando se trata de evento raro.

1.3.1.5. Ancoragem

Tversky & Kahneman, 1974, descrevem a *ancoragem* como um processo de julgamento e escolha objetiva, a partir de pontos de referência inconscientemente sugestionados. Uma mensagem, quando não rejeitada como mentirosa, ativa associações mesmo quando a quantidade de informação é mínima ou ruim. As percepções de preço ou qualidade das pessoas são passíveis de serem influenciadas por pontos de referência.

Exposição a estímulos é tática bastante comum na indústria de investimentos financeiros, valores, taxas e rendimentos são poderosas âncoras. O *priming* é uma técnica de ativação de memórias associadas (esquema, estereótipos, atitudes) e pode influenciar decisões tarefas subsequentes.

Histórias de alpinistas, esportistas ou pilotos são ótimas para vender investimentos agressivos, enquanto imagens de bebês sorridentes ou de aposentados em praias paradisíacas funcionam para a venda de seguros e previdência. As pessoas são sugestionáveis a estímulos e quando estes estilos estão ancorados em ícones, símbolos ou experiências vividas, podem afetar decisões. É a magia das finanças!

1.3.2. Teoria da Perspectiva (ou Prospecto)

Sendo as Finanças Comportamentais ramo da Psicologia Econômica ou Economia Comportamental, seu estudo teórico inclui constatações da área psicológica para explicar atitudes não previstas nas Finanças Racionais. Enquanto o *homo economicus* é utilitarista e avalia suas alternativas e perspectivas de riqueza e utilidade absoluta no longo prazo, as pessoas descritas pela Teoria da Perspectiva são guiadas pelo impacto emocional imediato de ganhos e perdas.

A partir de estudos e observações empíricas no campo da Psicologia, pesquisadores (WEBER, 1949; FECHNER, 1912) propuseram mensurar a proporção de estímulos em sensações físicas percebidas pelas pessoas. Queriam saber quais são os limites de percepção individual. Por meio de uma fórmula matemática, relacionam a experiência subjetiva com a intensidade do estímulo físico.

O estudo resultou em uma medida da sensação experimentada: proporcional ao logaritmo da magnitude do estímulo. A curva logarítmica entre a intensidade física da sensação e a psicológica traduz não somente as intensidades sensoriais, mas pode ser muito bem aproveitada para explicar a Lei dos Rendimentos Decrescentes e a propriedade da utilidade monetária da posse de ativos mais líquidos.

A intensidade de um estímulo positivo é decrescente para unidades adicionais de mesma magnitude. Ocorre até atingir um pico a partir do qual gera retornos de satisfação subjetiva decrescentes (BERNOULLI, 1954).

A Teoria da Perspectiva (KAHNEMANN; TVERSKY, 1979) postula a invalidade dos retornos decrescentes na qualidade dos resultados das decisões boas ou ruins. Em outras palavras, não há cumulatividade nas sensações boas ou ruins quando se trata de situações envolvendo riscos e recompensas.

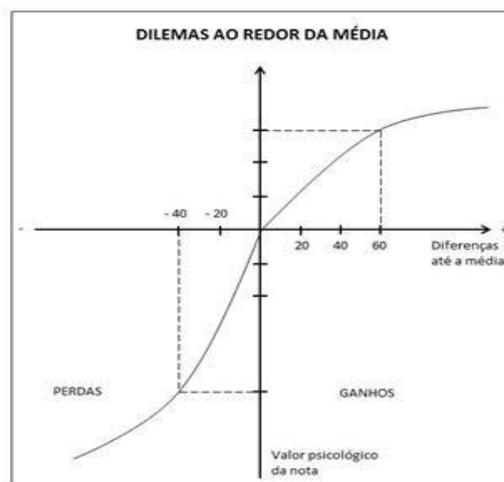
A Lei dos Rendimentos Decrescentes também se aplica quando estão em jogo as consequências futuras negativas e positivas em resposta às decisões presentes. A partir daí desenvolvem, três conceitos:

- i) *Referencial*: resultados financeiros levam em conta a referência corrente, o *status quo*, ou podem se referir ao resultado esperado – margens setoriais ou ao desempenho de um índice como *benchmark*. Resultados acima do referencial são ganhos e abaixo são perdas;
- ii) *Sensibilidade decrescente*: mudanças na riqueza são percebidas pela sua representação relativa à riqueza total. A *diferença proporcional* entre ter US\$ 900 e a possibilidade de se obter US\$ 1.000,00 é menor se comparada à diferença entre ter US\$ 100,00 e a possibilidade de se obter US\$ 200, apesar da mesma *diferença nominal*;
- iii) *Aversão à perda*: Perdas são assimiladas como emocionalmente maiores em relação à sensação dos ganhos no mesmo montante, ou seja, os sentimentos opostos são assimilados de maneira desigual. Há uma assimetria entre “a dor da perda” e “a alegria do ganho” financeiros, resultando em uma curva côncava na ponderação de ganhos e perdas enquanto valor psicológico.

Em situações possíveis de ganho ou perda, indivíduos tendem a manter um comportamento de aversão ao risco e optar por opções mais seguras ao adotar um *perfil conservador*. No entanto, quando as escolhas estão entre ruim e pior, opta-se pela certeza em determinada perda em relação a uma possibilidade de perda ainda maior. Não representa uma adesão ao risco porque a perda já está precificada. Quanto maior o valor financeiro envolvido, maior a aversão à perda.

- iv) *Aversão ao arrependimento*: O temor de uma decisão dar errado retrospectivamente. Associado à aversão ao risco, avessos ao arrependimento podem manifestar esse viés na forma de erros de omissão (não comprar ou não vender) ou de ação (comprar ou vender errado).

Gráfico 3 - REGRESSÃO À MÉDIA E AVERSÃO À PERDA



Fonte: Kahneman, 2012

A partir de um referencial neutro (CDI¹⁴, por exemplo), as curvas apresentam direções opostas, mas assimétricas para resultados bons e ruins. A aversão à perda é perceptível a partir da inclinação mais acentuada no campo de perdas.

A Teoria da Perspectiva leva em consideração os diferentes estados mentais do sujeito. Eles influenciam no processo de tomada de decisão. Embora tenha adicionado elementos importantes à Teoria da Utilidade, essa Teoria do

¹⁴ Certificado de Depósito Interbancário, custo diário de rolagem do dinheiro no setor privado brasileiro.

Prospecto é limitada na avaliação de opções de forma independente e separadamente, porque desconsidera os efeitos psicológicos da ‘não escolha’ - o **Viés do Status Quo**¹⁵. Limita a decisão àquela opção de valor mais elevado e desconsidera o medo do arrependimento ou a aversão à decepção, emoções manifestadas após a decisão ter sido tomada.

1.3.2.1. Contabilidade Mental

Contas mentais são uma forma prática encontrada pelas pessoas para organizarem suas finanças e objetivos materiais. A hierarquia de gastos e receitas prioriza aqueles valores destinados a projetos pessoais e emergências, mesmo no caso de serem lançamentos contábeis imaginários e não contas fisicamente constituídas.

Embora o dinheiro e seus lançamentos sejam fungíveis em sua característica intrínseca, mentalmente, as pessoas tendem a ‘carimbar’ o dinheiro recebido pelo trabalho, destinado às contas cotidianas ou destinados a investimentos financeiros. Separam, mentalmente, Contas de Resultado (fluxo de renda para gastos imediatos) e Contas de Capital (estoque permanente de riqueza) como no provérbio popular: “não se vai ao shopping gastar o dinheiro da hipoteca”.

Isso explica a manutenção de saldos em investimento financeiro mesmo quando o débito a liquidar no cartão de crédito ou no cheque especial cobram juros maiores. A teoria tradicional não admite este tipo de comportamento não racional de “carimbar dinheiro”. Os *sunk costs* não devem ser considerados. Quitar a dívida mais cara em relação ao rendimento do investimento é a decisão racional, manter uma reserva mesmo com rendimento líquido negativo é a decisão comportamental.

Outro exemplo deste desvio é a manutenção de investimentos ruins na esperança de melhora quando se tem opções disponíveis com melhor perspectiva. Se ‘apaixonar pelo papel’, ‘fazer preço médio’, ‘medo do arrependimento’ são sentimentos oriundos da ‘falácia dos custos afundados’ (*sunk costs fallacy*). É o

¹⁵ A preferência de um indivíduo por manter seu estado atual, mesmo se ao mudar sua situação haja melhora de bem-estar. Este viés estimula o indivíduo a permanecer no nível de referência atual. Como resultado, as pessoas muitas vezes “escolhem” opções pré-definidas, mesmo quando há outras disponíveis.

desvio cognitivo de se dar atenção demais a perdas passadas e irreversíveis, quando decisões quanto ao futuro são tomadas.

O medo do arrependimento força a persistência no erro e influencia a tomada de decisões não racionais. A separação mental da contabilidade pessoal ajuda a organizar a vida financeira, de maneira informal, mas não evita a armadilha da falácia quando o estado emocional numa decisão tem forte viés motivado pelo medo do arrependimento.

Ao cometer um erro em um investimento, ou acertar demais, investidores relutam em realizar perdas ou lucros e isso pode se tornar um problema quando se considera a minha **Hipótese do Perfil Dinâmico**¹⁶ sendo válida.

Em situações de crise ou retomada, quando o 'mercado vira', e é necessário realizar perdas ou auferir ganhos o perfil necessariamente deve ser flexibilizado, ficar arraigado ao investimento pelo medo de arrepender-se pode ter consequências. O investidor alerta para este viés reconhece o ciclo e muda sua postura adotada ao investir (e desinvestir).

Uma maneira de reduzir a possibilidade de cair nessa falácia é organizar o processo de decisão colocando as contas mentais e suas perdas associadas em perspectiva, como uma "árvore de decisões". Se honrar um custo afundado gerar perdas em futura decisão, é melhor descartar a alternativa.

1.3.2.2. Efeito Dotação

Consiste na supervalorização do valor de uma posse, independentemente do valor de mercado. Investidores relutam em se desfazer de um ativo mesmo quando as perspectivas de valorização são nulas. As pessoas valorizam mais um ativo ou bem quando a propriedade lhes é atribuída. Isso vale para ativos de mercado, mas é especialmente verdadeiro quando se trata de itens com significado simbólico, experiencial ou emocional. É um viés explicado pela **aversão à perda**.

¹⁶ "O perfil do investidor descreve parte da personalidade individual, mas a postura adotada (conservadora, moderada ou agressiva) varia conforme a renda, o nível educacional, a experiência, o acesso a serviços de assessoria e a fase do ciclo econômico."

O perfil do investidor pode ser afetado pelo efeito dotação, quando por força das circunstâncias um investidor deve tomar postura mais conservadora em sua carteira de ativos, mesmo seu *suitability* sendo agressivo. A aversão à perda associada à esperança de valorização ou reversão de cenários pode levar à “paixão pelo papel”, um freio psicológico de negação ao reconhecimento de perdas.

1.3.2.3. Efeito Enquadramento (framing)

Os questionários de *suitability* procuram identificar a tolerância ao risco do cliente por meio de perguntas com opções de respostas com múltiplas escolhas. A maneira como essas perguntas são postas, pode afetar bastante as opções selecionadas, como o exemplo a seguir:

- O você faria se suas Ações caíssem 20%? (*Suitability*, XP Investimentos)¹⁷

- Com relação aos riscos existentes no tipo de investimento escolhido, como reagiria ao verificar que, após o período de 06 meses, ele apresenta retorno negativo? (*Suitability*, BNY Mellon)¹⁸

- Como reagiria se os seus investimentos caíssem mais de 10% (mesmo que temporariamente)? (*Suitability*, Crédit Suisse)¹⁹

() Venderia todas as ações; () Venderia uma parte de minhas ações; () Permaneceria com a mesma quantidade de ações; () Compraria mais ações

As escolhas podem ser formuladas de forma a destacar os aspectos positivos ou negativos da mesma decisão, levando a mudanças em sua atratividade relativa. A avaliação das apostas em termos de perdas ou ganhos diferem conforme a abordagem: todas as três evitam o substantivo ‘perda’, substituindo pelo verbo cair ou o adjetivo negativo. A qualificação do tempo e o aviso de ‘mesmo temporariamente’ realçam atributos passíveis de dispararem associações capazes

¹⁷ <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/perfil-de-investidor/>

¹⁸ http://securityasset.com.br/docs/Perfil_de_Risco_PF.pdf

¹⁹ www.cshg.com.br/publico/Formulario_Suitability

de motivar as pessoas a escolher uma opção diferente para cada questionário na mesma questão.

1.3.2.4. Adaptação Hedônica

As pessoas se acostumam com as mudanças de patamar em suas experiências de vida. A satisfação com o ganho em um determinado investimento ou um aumento de salário diminuirá com o tempo, assim como os efeitos negativo dos eventos da vida. A longo prazo as pessoas mantém um nível de satisfação com a própria vida relativamente estável.

A repetição de pequenas experiências positivas, os "impulsos hedônicos", como exercícios ou práticas religiosas podem produzir efeitos duradouros na sensação de bem-estar. Quando os agentes da indústria de investimentos pessoais financeiros oferecem ferramentas de negociação de ativos em tempo real, cursos, treinamentos e *lives* (transmissão ao vivo), estimulam uma sensação de autonomia do investidor, agora capaz de se tornar um *trader* (operador) especulador, no melhor estilo '*do by yourself*' (faça você mesmo)

O **efeito IKEA**²⁰ associa o trabalho ao produto tornando uma determinada atividade corriqueira, como investir/poupar em uma experiência única, hipervalorizada. É particularmente importante, pois reflete as mudanças de um sistema de produção massificada para um sistema customizado e personalizado de geração de valor. Suas origens estão ligadas a sentimentos positivos de competência com a conclusão bem-sucedida de tarefas e a relação entre esforço e conquista, ligados a **heurística do esforço**.

1.3.3. Mercados Ineficientes

A partir da avaliação comportamental individual e suas influências nas decisões financeiras é possível avaliar como os desvios cognitivos podem afetar o comportamento coletivo. A influência da teoria financeira tradicional, discutida na seção anterior é fundamentada pela Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) e suas derivações: Teoria da Informação (FAMA, 1970), Modelo dos Ciclos de Vida

²⁰ Alusão à empresa Sueca/Holandesa IKEA especializada na venda de móveis domésticos de baixo custo para serem montados pelo próprio comprador.

Financeira (MILLER, MODIGLIANI, 1968), Teoria da Precificação de Ativos (CAPM – SHARPE, 1964) e Teoria do Portfólio (MARKOWITZ, 1952).

O tema dos mercados ineficientes questiona todo o arcabouço teórico das finanças tradicionais no debate a respeito da eficiência dos mercados financeiros. Embora seja reconhecida a ocorrência de erros de avaliação de investidores, as Finanças Racionais consideram estes desvios normais. Essas assimetrias são aproveitadas por outros investidores por meio da arbitragem, anulando externalidades.

A HME separa aqueles erros enquadráveis como simples anomalias, corrigidas no curto prazo pela interação entre os diferentes agentes de mercado. Os arbitradores se aproveitam das oportunidades geradas por erros cognitivos individuais. Assim, estes não são extrapolados à esfera coletiva.

O argumento central do tema “mercados ineficientes” é sustentado pela hipótese de os instrumentos de arbitragem do mundo real serem limitados e arriscados. Substitutos próximos tipo “iguais e contrários” são escassos, devido à raridade de se encontrar ativos com fluxos de caixa com retornos similares, mas sem movimentos correlacionados entre eles. Além disso, a literatura (SHLEIFER, 2000; KINDLEBERGER, 2015; SHILLER, 2000) atesta em favor da hipótese da incapacidade dos mecanismos de mercado em conter movimentos notadamente coletivos e não racionais: efeito manada, euforia, pânico, crises de liquidez e de precificação de ativos. Em crises sistêmicas, quando todos os ativos estão sobrevalorizados (“inflação de ativos”), o risco não é diversificável, “não há para onde correr”.

1.3.3.1. Efeito Calendário

Épocas ou datas importam quando se consideram investimentos financeiros. Há dias diferentes de outros e, portanto, há dias mais propícios a outros para se investir, desinvestir ou não fazer nada.

O “Efeito Calendário” refere-se a observações de variações nos preços de ativos financeiros ocorrerem em função do dia da semana, mês ou época (eleições,

decisões importantes – i.e. *impeachment, Brexit*²¹). São tendências identificadas em mercados derivativos, de ações, futuros, moedas e até na renda fixa.

Há estudos constatando nas segundas-feiras os preços registrarem menores rentabilidades e nas sextas-feiras maior rentabilidade. Empresas procuram divulgar fatos relevantes negativos nas sextas-feiras para dar tempo a ponderação durante o final de semana, resultados trimestrais de uma determinada empresa acima ou abaixo do esperado podem afetar as cotações das demais empresas do setor, vencimentos de opções geram aumentos de volumes nos dias antecedentes, feriados no Brasil e no Exterior, datas de decisões políticas importantes, i.e. eleições, votações de temas relevantes (MALAQUIAS, MAMEDE, 2015; BIANCHI, ÁVILA 2015).

O calendário gregoriano regula os dias úteis das operações nos mercados financeiros, mas cada segmento tem sua agenda própria. No mercado financeiro, todos os dias são relevantes, para não perder dinheiro, mas alguns são mais importantes se comparados a outros. Saber identificar em quais destes dias deve-se adotar posturas mais agressivas ou conservadoras faz toda a diferença.

1.3.3.2. Efeito Manada

Este é um comportamento coletivo baseado no julgamento alheio. Apesar de sugerir ao contrário, é uma ação individual consciente e racional a de seguir uma tendência firme de alta de cotações, mas, se for mimetizada, acaba resultando em um comportamento coletivo irracional.

A lógica de sua autonomização segue os passos descritos do ***Efeito da Informação em Cascata***: a partir de um volume limitado de informações e opiniões com base em boatos, muitas decisões são tomadas. Enquanto são confirmadas, elas se auto reforçam e circunscrevem ainda mais o espectro de opiniões em torno de um consenso, embora este esteja cada vez mais fragilizado em termos dos fundamentos microeconômicos, setoriais e macroeconômicos.

²¹ *Britain Exit*, Saída Britânica, referência ao acordo de saída do Reino Unido da União Europeia

O **viés do otimismo**, ou a tendência das pessoas em superestimar a probabilidade de eventos positivos e subestimar a probabilidade de eventos negativos, associado ao **excesso de confiança** – crença subjetiva sobre as próprias habilidades ser maior ao desempenho objetivo (real) podem gerar profecia autorrealizável ao inflar bolhas até suas explosões em *crashes*.

A crença equivocada de eventos independentes estarem inter-relacionados é a **falácia do jogador**. É um erro comum entre investidores capturados pelo excesso de confiança e otimismo. Mesmo quando estão cientes de não haver relação, decidem conforme a intuição contrária. “Subiu de novo, vou comprar mais!”

Nas Finanças Racionais, comportamentos desta natureza são considerados aleatórios e exclusivos de investidores semirracionalistas descendentes de *homo sapiens*. Como suas transações são randômicas, investidores racionais realizam operações contrárias (*shorts*) e/ou negociam o mesmo ativo em outros mercados (derivativos), arbitram e anulam os efeitos de longo prazo nas cotações. Na prática, observam-se comportamentos correlacionados entre os investidores, comprando ou vendendo os mesmos ativos, negociados com base nas mesmas informações.

Problemas se apresentam de maneira mais severa quando investidores assumem as informações disponíveis como fossem todas as necessárias. Confiam na opinião de terceiros, desde amigos até gurus ou profissionais de renome. Passam então a replicar o comportamento social coletivo e cometer os mesmos erros de um número substancial de investidores (SHILLER, 1984).

Este efeito é observado não somente entre investidores individuais, mas também entre profissionais de mercado, cujo desempenho é avaliado em relação ao dos demais participantes “amadores”. Todos podem ser contaminados pelo ‘sentimento de mercado’ (*market sentiment*) ou pressões concorrenciais, precipitando crises, manias, bolhas, *booms e crashes*.

Daí se passa rapidamente da euforia ao pânico. Algumas das evidências são organizadas no quadro abaixo:

Quadro 1 – CRISES FINANCEIRAS			
Evento	Precipitação	Mercados	Resultados
Mania das Tulipas (1630)	Especulação com bulbos de tulipas raras e comuns, ganhos extraordinários	Contratos a termo e opções	Queda de preços acentuada, alavancagem excessiva.
Crise de 1929	<i>Boom</i> industrial pós 1 ^a . GM, otimismo generalizado	Emissão de ações, fundos de investimento.	<i>Crash</i> de 1929
Crash de 1987	<i>Boom</i> da computação, tensões geopolíticas, endividamento AL.	<i>Junk Bonds</i> , valorização excessiva de ativos	Segunda feira negra, DJIA cai 22% no dia.
Bolha '.com' (1994/2000)	<i>Boom</i> da internet, excesso de liquidez	IPOs sustentados por avaliações super otimistas	Frustração de projeções, fechamento de empresas
Crise do <i>Subprime</i> 2007	<i>Boom</i> Imobiliário, juros baixos e liquidez dos mercados de crédito.	Inovações financeiras	Crise bancária, contaminação global
Covid-19 (2020/21)	Pandemia Coronavírus	Paralisações na produção e consumo	Choque recessivo amplo economia real

Fonte: Shleifer, 2000; Galbraith, 1987; Kindleberger, 2015, Elaboração própria.

Em tempos de ampla disseminação de informações sobre o tema, fatos e boatos circulam entre pessoas, perfis, canais ou *lives* para milhões, boa parte das vezes sem avaliação crítica de sua fundamentação. A troca incessante de informações tende a fluir mais rapidamente quando traz uma oportunidade de compra de ações ou ameaças à riqueza pessoal. Pior quando diz a respeito de pessoas com sucesso financeiro, geralmente uma narrativa baseada em casos pouco arraigados em base científica (SHILLER, 2015).

Na tentativa de empregar o conceito de diversificação, seguindo apenas o critério de 'espalhar' o dinheiro em diferentes investimentos, investidores leigos não assessorados preferem distribuir recursos limitados uniformemente em um conjunto restrito de possibilidades. Trata-se da ***alocação ingênua***. Distribuir quantias em diferentes opções de investimento, independentemente da qualidade distinta de fundamentos, é o ***viés de diversificação***.

Supostamente, aumentaria as opções de rendimento e diminuiria o risco, afinal, esse é o pressuposto da Teoria do Portfólio. Na maioria das vezes, resulta em diversificação ingênua por investir, por exemplo, em empresas exportadoras de commodities tais como a metade na Vale e a outra metade na Petrobras ou Bradespar²². As três sofrem com a apreciação da moeda nacional ou com a queda da demanda externa.

1.3.4. Nudges

Nudge, ou empurrão, é um pequeno estímulo para alterar o comportamento das pessoas de maneira previsível, sem proibições ou mudanças nas regras. Uma intervenção *nudge* deve ser fácil e barata de evitar. Seu papel é alterar a arquitetura de escolha, isto é a forma como as opções para solução de um problema são apresentadas, de tal modo a neutralizar vieses cognitivos. Sunstein (2014) compara os *nudges* a um GPS²³ no sentido de colocar as pessoas em rota estabelecida, embora esta possa ser alterada.

Essas intervenções são variadíssimas e constantemente reformuladas. É possível, porém identificar alguns *nudges* mais comumente observados na indústria de investimentos financeiros pessoais. Assim como para a taxonomia de alguns vieses heurísticos apresentados na seção anterior abaixo estão listados alguns *nudges* observados na indústria de investimentos financeiros pessoais, tais como os listados no livro *Guia de Economia Comportamental* (2015, 2019) de vários autores e tendo Ávila & Bianchi como organizadores:

1.3.4.1. Escassez

Provavelmente o *nudge* mais empregado. Um bem, ativo ou recurso qualificado como escasso, menos disponível por quantidade ou tempo limitado tende a ser percebido como de maior valor. São frequentemente usados para induzir compras. No mundo real, são as célebres chamadas “edição exclusiva” ou “estoques limitados”.

²² O principal investimento não financeiro da Empresa de participações do grupo controlador do Banco Bradesco, a Bradespar, detém 5,7% do Capital da Vale S.A. (<https://www.bradespar.com.br/>)

²³ *Global Positioning System*, Sistema de Posicionamento Global Bússola Digital via satélite

O mundo financeiro vive da escassez, de ofertas públicas, lançamentos de *tranches* limitadas, janelas de abertura e fechamento de carteiras de fundos de investimento, vencimentos de futuros e opções. Enfim, toda a **arquitetura de escolha**²⁴ de investimentos emprega exaustivamente o conceito de escassez, seja no número limitado de ativos com qualidade de crédito triple A (AAA), seja nos cronogramas de captação nas emissões de ativos de renda fixa e renda variável. A escassez tem o poder de fazer as pessoas tomarem decisões em situações usualmente procrastinadoras.

1.3.4.2. Fadiga de decisão

Tomar decisões implica em custos psicológicos. Escolher entre produtos financeiros complexos sob cenários desafiadores é difícil e requer esforço. Longas sessões de tomada de decisão podem levar a escolhas erradas e prejuízos importantes. A *fadiga de decisão* é a diminuição da capacidade de manter autocontrole e concentração suficientes para uma decisão pensada e responsável. Contar com a ajuda de um profissional acaba sendo inevitável para evitar problemas.

Ao tomarem decisões complexas ou exigentes de sacrifícios, como investir a poupança acumulada após anos de trabalho, as pessoas tendem a explorar suas opções sucessivamente. Para ajudar na decisão de quais informações, atributos e alternativas focalizar, cabe restringir as opções e colocar alternativas para selecionar alternativas em subconjuntos de atributos. Esta é uma ferramenta de **encenação de decisão**.

Arquitetos de escolha podem não apenas quebrar decisões complexas em vários estágios, para tornar o processo mais fácil, mas também podem trabalhar com uma compreensão da tomada de decisão sequencial, facilitando certas comparações em diferentes estágios do processo de escolha.

Para contornar a falta de força de vontade e desistências em tarefas como preenchimento de cadastros, montagem de carteiras ou seleção de

²⁴ Termo elaborado por Thaler e Sunstein (2008), refere-se à prática de influenciar a escolha mudando a maneira como as opções são apresentadas às pessoas.

estratégias, definir metas e *compromisso prévio* em planos de poupança e previdência podem ajudar a completar as etapas burocráticas e assumir responsabilidades formalmente. O compromisso moral estabelecido consigo mesmo, como é o caso de “separar o dinheiro do porquinho”, pode ser bastante persuasivo, pois atua sobre a autopercepção do indivíduo sobre sua reputação e afeta a autoestima em caso contrário.

As pessoas gostam de objetivos e ocupar-se de atividades para enriquecimento como “poupar dinheiro”. Quando se comprometem, previamente, por meio de programas ou aplicativos com preenchimento de planilhas orçamentárias, aumentam suas chances de atingir seus objetivos.

Opções padrão (**Default**) são alternativas de ação predefinidas efetivadas caso nada seja especificado pelo tomador de decisão (THALER & SUNSTEIN, 2008, in. GEC, 2019). Definir padrões é uma ferramenta eficaz na arquitetura de escolha quando há inércia ou incerteza na tomada de decisão (SAMSON, 2014). Exigir as pessoas desistirem, explicitamente, se não desejarem doar seus órgãos, por exemplo, tem sido associado às taxas mais altas de doação (BIANCHI, 2015).

Bastante empregado na indústria financeira de maneira geral. A **reciprocidade** fica no limiar da ‘venda casada’. Por meio desta norma social são estabelecidas trocas: uma ação estabelece outra ação equivalente, tipo ‘uma mão lava a outra’.

Ter um saldo mínimo em recursos aplicados em investimentos permite acessar amenidades na grade de produtos da instituição. Em geral, não envolve trocas econômicas diretas. Amostras grátis, isenção de tarifas, cartão *vip*, ingressos para espetáculos, apelos não monetários de *status* ou exclusividades são poderosos *nudges* de reciprocidade. São amplamente empregados na indústria de investimentos financeiros.

As Finanças Racionais são incapazes de explicar os efeitos psicológicos de bens gratuitos. Em modelos lineares tradicionais a avaliação do custo-benefício de um bem gratuito é tomada como igual para mudanças de custo em todos os níveis de preço, sem alteração nos benefícios.

O **efeito preço zero**, sugere haver aumento no valor intrínseco de um bem quando o preço é reduzido a zero. A mudança na demanda como resultado das mudanças de preço não é linear, os bens gratuitos têm poder de atração extra, explicada pela **heurística do afeto**, quando opções sem custo desencadeiam uma resposta afetiva positiva. Não pagar por algo tem o efeito psicológico de ter sido um presente e isso cria vínculos para além da relação comercial.

Outro *nudge* de afeto é o **disclosure**: a divulgação de riscos e pontos de alerta em investimentos para evitar erros por desatenção, negligência ou incompetência. Assim como os **disclaimers** – alertas para chamar a atenção de riscos ou prazos – são práticas compulsórias exigidas pela CVM para ofertas públicas, validação de operações de derivativos ou aquisição de cotas de fundos multimercado²⁵ e podem influenciar na postura adotada, independentemente do perfil obtido a partir do *suitability*.

Boa parte das intervenções *nudge* pode ser introduzida de maneira digital, durante a experiência do próprio usuário, mas quando esse processo é orientado por quem detém autoridade formal ou informal sobre o assunto, a força da mensagem é aumentada. Na indústria de investimentos financeiros pessoais, os assessores de investimentos estão entre estas autoridades formais e de fato atuam no sentido de orientar na decisão de investimentos, mas há outros agentes capazes de influenciar a postura de investimento adotada.

As pessoas precisam de exemplos e tendem acreditar ser possível repetir experiências de sucesso de terceiros. A autoridade informal vem daqueles cuja trajetória pessoal lhes permite guiar pessoas para percorrerem seus passos em busca do mesmo sucesso. Atualmente as redes sociais estão repletas de exemplos de *youtubers* e influenciadores digitais com milhares de seguidores e discípulos em busca de exemplos e histórias de sucesso no mercado de investimentos financeiros pessoais.

Esse fenômeno não é exclusivo dos tempos de internet. Na seção seguinte, farei um breve exame amostral da literatura da autoajuda financeira, para observar elementos enganadores presentes na transição do conhecimento abstrato

²⁵ “Rentabilidade passada não significa rentabilidade futura”; “Este produto pode sofrer perdas significativas”.

acadêmico para o senso comum em diferentes fases do desenvolvimento capitalista no Brasil e no mundo a partir de finais do séc. XIX, até os tempos atuais.

1.4. Experiência Prática Profissional

1.4.1. Literatura Clássica de Autoajuda Financeira

O livro '*O herói de mil faces*' escrito por Joseph Campbell (1989) sistematiza aspectos comuns de estórias e lendas do imaginário coletivo predominantes na construção de sonhos e mitos em torno de propósitos virtuosos. A '*Jornada do Herói*' é um conjunto de dezoito etapas²⁶ de um caminho cujo resultado é a evolução espiritual, vida plena e prosperidade.

O herói vencedor conseguiu superar suas limitações pessoais e alcançou o estágio de evolução espiritual e emocional almejada para além da mera aptidão física para conquistas. Os ritos de passagem ocupam lugar proeminente na vida em sociedade há tempos. Cerimônias de casamento, nascimentos, puberdade, morte e ainda elementos da vida moderna como formaturas, titulações e promoções de cargo podem ser vistos como "rituais de iniciação". Nestes eventos são realizadas formalidades de rompimento com atitudes, vínculos e padrões de vida típicos do estágio deixado para trás.

A transposição da pobreza por meio da vida dura de trabalho e do sábio empreendimento para obter riqueza é apresentada por meio de atos de heroísmo explorados na narrativa da autoajuda financeira.

No passado, a riqueza imobiliária na forma da extensão de terras e propriedades com recursos naturais a serem extraídos era evidência de riqueza e prosperidade. O processo de desenvolvimento industrial ao longo do século XX expandiu a riqueza entre os países capitalistas e a organização do trabalho especializado na grande indústria colocou a classe média no caminho do sonho para

²⁶ A saga do herói, inspirada na *Poética* de Aristóteles e detalhada por Campbell, tem 3 grandes fases divididas em 18 etapas - *A partida*: 1) O mundo cotidiano, a vida comum, medíocre; 2) "O chamado da aventura", quando surgem indícios da vocação do herói; 3) "A recusa do chamado", o medo da mudança; 4) "O auxílio sobrenatural", uma assistência inesperada 'divina' leva à aventura; 5) "A passagem pelo primeiro limiar", a consciência da capacidade; 6) "O ventre da baleia", o herói abandona sua condição e está pronto para suas provações; *A Iniciação*: 7) "O caminho de provas"; 8) "O encontro com a deusa", a provação final; 9) "A realização e agonia do destino", revelação e esclarecimento; 10) "A sintonia com o pai", a purificação; 11) "A apoteose", auge do heroísmo; e 12) "A bênção última", a glorificação. *O Retorno*: 13) "Recusa" em assumir a responsabilidade que lhe foi conferida; 14) "A fuga Mágica"; o respaldo ou a condenação superior; 15) "Resgate": quando comuns entram em auxílio do herói; 16) Limiar do retorno; 17) Senhor de dois mundos; o pertencimento ao mundo dos comuns e dos especiais; 18) "Liberdade para viver", o herói finalmente cumpre sua missão.

a riqueza. Nos dias atuais, a riqueza é exaltada como virtude no ambiente competitivo da economia de mercado representando o sucesso na conquista de uma vida próspera diante do propósito de enriquecimento pessoal.

A realização do sonho único, mas possível de ser replicado, pode ser obtida ao custo do mesmo esforço heroico. Sua mitificação inspira o esforço de muitos dispostos a arriscar empreender uma jornada rumo a liberdade financeira com a ajuda da sabedoria divulgada por quem já foi capaz de ‘chegar lá’.

Como debatido na seção anterior, a Falácia da Narrativa é amplamente difundida na construção de justificativas lógicas para eventos aleatórios ou raros. A “jornada do herói” é comum aos livros de autoajuda como um dos recursos dos *best sellers* do tema “como conquistar riqueza se aconselhando com o sábio (e rico) autor”. A demonstração de fortuna própria traz autoridade ao autor e ajuda a vender mais – e enriquecer mais com direitos autorais e palestras muito bem cobradas.

Direcionada ao público em busca de leitura leve, disposto a obter conhecimentos sobre enriquecimento sem grande esforço, carrega a contradição de a exigência ser justamente ao contrário: enriquecimento exige grande dedicação para mudar a atitude comportamental.

A leitura de publicações editadas em diferentes períodos do capitalismo moderno sugere o deslocamento da narrativa conforme o contexto socioeconômico vigente, variando em diferentes níveis de abstração e profundidade, dependendo do autor:

- a literatura dos autores do início do século XX, fase *pré-fordista*, incluem orientações de guia espiritual para “mudança de mentalidade” em direção a atitudes individualistas e competitivas, típicas de economia de mercado;
- nos livros da fase *fordista* predomina o individualismo metodológico instrumental como meio de aprender técnicas e ferramentas capazes de criar riqueza, em linha com o processo de intensificação dos processos de especialização e divisão do trabalho;
- a fase atual dos livros mais recentes, *pós-fordista*, se encarrega de “ensinar a desaprender” todo conhecimento sobre riqueza. Uma aparente

contradição, mas muito coerente com *tempos líquidos de acumulação flexível*, conceito a ser detalhado mais à frente.

O quadro abaixo sistematiza os principais elementos destacados na construção dos símbolos e retóricas de cada fase (Quadro 2):

Quadro 2 – AUTOAJUDA FINANCEIRA E FASES SOCIOECONÔMICAS			
	Pré-Fordista	Fordista	Pós-Fordista
Narrativa	Mística	Produtiva	Rentista
Senso Comum	Trabalho => Riqueza	Empreendimento => Riqueza	Investimento => Riqueza
Ciência Econômica	Economia Neoclássica	Finanças Racionais	Finanças Comportamentais
Apelo	Religioso	Pragmático	Científico
Metodologia	Individual	Instrumental	Comportamental

Fonte: Elaboração própria

Boa parte das publicações estrangeiras mantém seus argumentos e exemplos em torno de uma *economia de mercado de capitais*. Por razões históricas – melhor distribuição de riqueza no século XIX nos Estados Unidos, sistema bancário fragmentado em unidades locais e possibilidade de associação com aquisição de ações de Grandes Corporações cartelizadas – esse tipo de capitalização com capital de terceiros é restrito, praticamente, ao ambiente institucional do capitalismo norte-americano.

O recurso às publicações de autores não norte-americanos sobre o tema é importante para compreender quais as características próprias da *economia de endividamento*, adotada em outros países, inclusive no Brasil, onde predominou, historicamente, um sistema bancário de crédito. Essa diferenciação será apresentada em uma seção específica mais adiante.

1.4.1.1. Fase Pré-Fordista: Riqueza como Dom Sobrenatural ou Divino

Elaborado a partir da coletânea de artigos e panfletos redigidos pelo editor George Clason em 1926, *O homem mais rico da Babilônia* incluiu o tema das Finanças em um contexto épico, utilizando exemplos simples e atuais, mas ambientados há mais de 3 mil anos. Distribuídos por bancos e seguradoras nos anos 20 e 30 nos EUA, atraiu a atenção de investidores, banqueiros e público em geral quando os artigos se popularizaram no início do século XX.

Clason conta a história de Arkad, um rico comerciante capaz de construir sua fortuna 'somente a partir do desejo de ser rico' e se tornou o homem mais rico da Babilônia. Suas lições de riqueza são distribuídas em 7 soluções e 5 'leis de ouro', transmitidas por meio de parábolas e ensinamentos sobre acumulação, multiplicação de ganhos, controle de gastos, gestão de riscos e previdência. A narrativa segue uma sequência quase bíblica, ambientada na Mesopotâmia antiga.

A frugalidade do ato de poupar e o estabelecimento de um padrão de vida material inferior a renda líquida recebida são fundamentais para iniciar a construção da riqueza pessoal, fomentada pelo empreendedorismo. O capital-dinheiro, ao qual chama de "ouro", segue regras rígidas, afasta-se de quem as ousa violar e multiplica-se para quem as respeitam.

Curiosamente, não atribui a renda do trabalho como fonte da acumulação de riqueza. A massificação do ensino superior universitário na formação de executivos e profissionais liberais qualificados criou oportunidades de enriquecer com salários e bônus, mas isso só ocorreu após a 2ª Guerra Mundial.

Neste período, anterior à crise de 1929, predomina uma narrativa mística e divina, onde o enriquecimento é quase uma consequência determinística reservada àqueles escolhidos por suas virtudes éticas e morais. O estudo das Finanças como uma Ciência Econômica ainda era incipiente, Fisher e John Williams ainda estavam juntando as peças para formular suas teorias iniciais.

Para elevar as Finanças a um ramo da Ciência Econômica, foi necessário apropriar o legado metodológico newtoniano ao pensamento clássico da Economia Política. Inspirou colocar o sistema econômico em equilíbrio auto-organizado pela "mão invisível do mercado".

As apropriações de pressupostos da Física, ciência de maior status em relação à Ciência Econômica, ocorreram em diversas conotações, de maneira heterogênea, mas com elementos derivados de influências originais (MACHADO, 2018).

A partir de um paralelo com a Física de Isaac Newton, James Galbraith²⁷ (1996) pontua linhas de raciocínio da Economia Neoclássica, a base metodológica das Finanças Racionais, capazes de fornecer pistas da origem dos argumentos de autores pioneiros no tema da autoajuda financeira.

Os três pilares de ambas as linhas de pensamento – a neoclássica e a das Finanças Racionais – são compartilhados. A premissa da *racionalidade* se relaciona à Teoria do Fluxo de Caixa Descontado. Os preços flexíveis estabelecidos por *atomismo*, isto é, livre competição dos agentes econômicos, são pressupostos da Teoria da Diversificação de Portfólio. Finalmente, as *informações perfeitas*, acessíveis igualmente a todos participantes do mercado está por trás da ideia do “passeio aleatório” [*random walk*] das informações, suporte da Hipótese do Mercado Eficiente. Informações privilegiadas são proibidas.

A Física newtoniana separa duas dimensões básicas: o tempo e o espaço. Assume as medidas temporais imutáveis, independentemente do referencial de observação como na Teoria da Relatividade de Albert Einstein. Desse modo, pressupõe as leis físicas serem gerais e universais. Uma vez quantificados, os principais determinantes do movimento das partículas (massa, direção e velocidade) no universo, ‘todo evento futuro será totalmente determinado pela Lei do Movimento’²⁰.

Assim como nas Ciências Naturais, o sistema econômico também seria dotado de uma ordem natural, onde forças de mercado atuam no estabelecimento de um equilíbrio entre a demanda e a oferta. Estas forças reagem às perturbações econômicas e buscam, naturalmente, o reestabelecimento do equilíbrio por meio de relações baseadas na satisfação de necessidades e na maximização da utilidade e dos lucros. Desvios de curto prazo são admitidos, fruto de choques exógenos ou alterações tecnológicas. Mas há convergência ou regressão ao equilíbrio no longo prazo.

Estas são as ‘forças’, determinantes da Lei da Oferta e Demanda como uma Lei de Movimento da economia de mercado, às quais Wallace Wattles (1910) se refere em ‘*A ciência de ficar rico*’. Sugere a presença de uma ‘substância amorfa’

²⁷ <https://prospect.org/economy/keynes-einstein-scientific-revolution/>

ou 'matéria pensante' no universo, capaz de moldar o pensamento e revelar 'o segredo de ficar rico'.

O autor descreve em dezessete capítulos, suas razões para sustentar sua tese: "A Lei da Prosperidade é tão matematicamente certa em sua ação quanto a Lei da Gravidade. Enriquecer é uma Ciência Exata". O leitor deve apelar para a fé: 'assim como quem acredita nas Leis da Física, mesmo sem entendê-las'; 'enriquecer exige o abandono da mente competitiva e tóxica e a adoção de uma mente criativa, acompanhada por atitudes virtuosas, como honestidade, gratidão, altruísmo moderado e espiritualidade'.

Paradoxalmente, o autor sugere virtudes similares às exigidas para o *voto de pobreza* para quem escolhe um *voto de riqueza*. Esta figura de submeter-se a votos tem como finalidade proporcionar ao consagrado a ruptura de todos os condicionamentos humanos: personalistas, culturais ou ideológicos.

Enquanto o voto de pobreza significa alcançar a maturidade para adequar bens materiais em prol de uma missão evangelizadora, como qualificação de solidariedade para com o próximo, o voto de riqueza exige ações semelhantes, com propósito oposto. Evidencia a diferença entre as visões protestante e católica.

Enriquecer não exige grande conhecimento, mas sim grande sabedoria. Conhecimento é o ato ou efeito de conhecer, é ter ideia ou a noção de alguma coisa por meio da inteligência, razão ou experiência. Já a *sabedoria* é a acumulação de conhecimentos múltiplos obtidos por vivência e reflexões próprias em diferentes escalas a respeito de um único tema ou de vários (*def.* Aurélio, 1999).

A sabedoria pode ser obtida por meio da experiência individual de acordo com as exigências impostas pela vida ao sábio e seus efeitos práticos. O conhecimento é construído coletivamente e exige instrução e informação. Inclui também descrições, hipóteses, conceitos, teorias, princípios e procedimentos. O conhecimento pode ser considerado uma informação com utilidade. É dividido em uma série de categorias:

1. *conhecimento sensorial*: comum entre seres humanos e animais;
2. *conhecimento intelectual*: o raciocínio, o pensamento do ser humano;
3. *conhecimento popular*: a forma de conhecimento de uma determinada cultura;
4. *conhecimento científico*: análises baseadas em provas testáveis para seu falseamento – ou não;
5. *conhecimento filosófico*: ligado à construção de ideias e conceitos; e
6. *conhecimento teológico*: adquirido a partir da fé ou crença em sobrenatural, isto é, deuses onipresentes, onipotentes e oniscientes.

O problema é misturar todos esses diferentes níveis de conhecimento, como se isso fosse sabedoria. A sabedoria muitas vezes é indicativa de uma pessoa instruída, ajuizada, de bom senso e capaz de se comportar com retidão, mas ela pode ser também indicativa de astúcia, esperteza ou malandragem, como evidente em parte dos autores de autoajuda financeira.

1.4.1.2. Fase Fordista: Riqueza Como Fruto do Esforço Individual

O físico Thomas Kuhn (1962) compara a evolução científica das ciências naturais em relação às ciências sociais e atribui o desenvolvimento científico desta última ao fato de ainda não terem se consolidado como 'ciências verdadeiras'. Ciência Verdadeira (*True Science*) é o campo de estudo onde seus pesquisadores se baseiam em premissas consensuais e se dedicam a resolver problemas segundo estes princípios.

A partir dos anos 50/60 economistas se esforçaram em seguir o mapa de Kuhn para transformar a Ciência Econômica em *true science*: concordância de fundamentos, incompreensão para leigos, publicação de ideias por meio de artigos científicos e não livros. A criação do prêmio Nobel, endossa a Economia como ciência superior às demais Ciências Sociais, graças à generosidade do Banco Central da Suécia (FOX, 2011).

O especulador retratado por Benjamin Graham em "*O Investidor Inteligente*" (1949) é o investidor pragmático dos tempos fordistas. O especulador fundamentalista busca a valorização futura de ações, baseado em profunda

pesquisa de projetos maximizadores de lucros e geração de caixa. Estes lhe assegurarão bons dividendos e possibilidades de ganhos de capital superiores à evolução do índice representativo do mercado de ações.

Graham foi responsável pela popularização do método de investimento de valor (*value investing*), um arcabouço de ferramentas para a avaliação de investimentos orientadas à busca do valor fundamental de ativos financeiros.

Oriundo da análise fundamentalista, considera os movimentos de mercado como resultado de interação de múltiplas variáveis. Enquanto o valor de mercado agregado das empresas está sujeito a perturbações imprevisíveis, refletidas em índices de mercado, é possível mensurar o valor das empresas individualmente.

Graham explica a atitude do investidor inteligente: a escolha de ativos deve se pautar pela pesquisa apurada de ações, cujas cotações estejam subavaliadas em relação ao seu valor fundamental, ideal ou justo. Seus fundamentos são avaliados por análise microeconômica dos balanços das empresas, análise do setor de atividade e o contexto macro. Com isso se deduz se elas têm perspectivas sólidas de valorização futura. Este processo deve ser conduzido sob intensa pesquisa e livre de qualquer vício ou preconceito em relação ao ativo.

Seu método central de investimento, o *value investing* (investimento de valor), apesar de ainda bastante empregado em avaliações de empresas de capital fechado, caiu em desuso entre os investidores especuladores e poupadores durante alguns anos. Alertaram os analistas dos anos 2000: “o último investidor de valor morreu no ano passado”.

Assim como a maior parte dos clássicos tradicionais da literatura abstrata ou instrumental sobre o tema das Finanças, o livro limita-se ao estudo de caso do mercado de capitais americano. Ele pouco acrescenta a respeito de investimentos em economia de endividamento com sistemas de financiamento baseados no crédito para alavancagem financeira. O declínio do método de investimento de valor não foi fruto do seu próprio fracasso, mas do aumento da relevância dos mercados

financeiros no processo de acumulação do capital, fenômeno detalhado mais adiante.

Após os traumas da crise *subprime* de 2007, suas técnicas voltaram às planilhas de gestores e analistas. Como todo clássico, não é esquecido por gerações posteriores de leitores. Por isso, jamais morre... É imortal.

A Ciência Econômica suporte das Finanças Racionais é elemento poderoso de sustentação deste ferramental/instrumental. Porém, vem sofrendo com a lenta e inevitável degradação de seus alicerces, diante da liquefação das relações e da ascensão da popularidade das Finanças Comportamentais entre os formadores de opinião especializada.

A resposta de muitos financistas práticos, formados sem conhecimento de Ciência Econômica, ou seja, de análise microeconômica, setorial e macroeconômica dos fundamentos, foi a adoção do instrumental da Escola Grafista. Também chamada de Análise Técnica, popularizou-se, no final dos anos 60, entre operadores, analistas e especuladores como ferramenta de negociação de ativos de renda variável. A negociação de moedas, ações e mercadorias passou a contar com uma categoria nova de investidores, orientados somente pela dinâmica dos preços de mercado.

Segundo a Análise Técnica, é possível antecipar movimentos de preço por meio da identificação de tendências de comportamento endógenas às forças de mercado, pouco relacionadas aos fundamentos microeconômicos, setoriais e/ou macroeconômicos. As cotações assumem comportamentos padronizados, mapeáveis por meio de gráficos, listas e figuras analisados de acordo com movimentos de longo, médio, curto e curtíssimo prazo.

Os grafistas técnicos pensam mais de acordo com o Princípio da Inércia, isto é, a Primeira Lei de Isaac Newton: "(...) todo corpo continua em seu estado de repouso ou de movimento uniforme em uma linha reta, a menos que seja forçado a mudar aquele estado por forças aplicadas sobre ele" (NEWTON, 1999). Substitua corpo por preço e, então, se entende os estudos dos movimentos de preços de ações através de gráficos de barra.

A crítica dos grafistas à Análise Fundamentalista acusa esta última de criar um *gap* de realidade entre *o que deveria ser* e *o que de fato é* precificado (LEMOS, 2016, p.91). Deve-se levar em conta o comportamento de outros operadores e a capacidade destes em influenciar as cotações de forma definitiva. O Mercado possui ‘sentimentos’, logo, é possível uma (psico) análise de economistas interpretá-los.

Essa mudança do foco na empresa como a fonte primária de riqueza para os mercados de ações, para alavancagem de capitais de sócios, torna-se bastante aparente na literatura instrumental da autoajuda financeira, referenciada ao mercado de capitais norte-americano. Os *booms* inebriantes, marcados pela euforia do enriquecimento, seguidos de *crashes* apavorantes, acompanhados de pânico pela necessidade de liquidez para pagar os compromissos de endividamento, são parte de um processo mais amplo. São o resultado da combinação de fenômenos sociais e econômicos em resposta ao esgotamento do modelo *fordista* de produção.

No lugar de vender bens e serviços em grande escala global, os norte-americanos terceirizaram sua produção aos mercados asiáticos, particularmente, na ‘Chimérica’. Optaram por enriquecimento mais rápido por meio das bolhas de ativos, sejam imobiliários, sejam tecnológicos, isto é, ações das *big-tech*, *startups* ou *fintechs*.

Harv Ecker (2005) e Robert Kiyosaki (2000), em uma mescla entre as duas etapas do esquema analítico aqui proposto, colocam o poder da mente como a força responsável por guiar as pessoas à riqueza, pela ação pragmática individual combinada ao conhecimento instrumental. ‘*O segredo da mente milionária*’ e ‘*Pai Rico, Pai Pobre*’ apontam as diferenças entre o raciocínio dos ricos e dos pobres e ‘ensinam’ como reprogramar o cérebro para se tornar um pai rico de mente milionária.

A mentalidade instrumental incutida na época de transição para uma educação superior massiva do período fordista, enfrenta uma crise e estaria ultrapassada segundo os autores. Em sua visão, bons estudantes estão destinados a se tornar apenas bons trabalhadores qualificados e jamais enriquecerão, ou pior, jamais se tornarão patrões.

Se não ficarem desocupados, poderão até ser empregados, mas pobres. Era um forte apelo ao enriquecimento, identificado com as aspirações e angústias de pais e filhos quanto o futuro, vivenciadas na Era Neoliberal do individualismo desde os anos 80.

É possível perceber a coerência de elementos do pensamento financista tradicional com o comportamento tipificado como sendo o dos ricos. Estes seriam ansiosos por maximização, patrimonialismo, ‘financeirismo’ e demonstração de sua desnecessidade de trabalho subordinado.

As pessoas ricas maximizam seus resultados, pois tem maior acesso ao mercado de capitais, entre outros ativos disponíveis para se apostar em tendência firme de alta de suas cotações. Eles avaliam as melhores oportunidades ao terem à disposição, gerentes especializados de bancos (*bankers*), AAI (Agentes Autônomos de Investimentos), indicando-lhes os melhores produtos financeiros. Por essa “terceirização”, administram bem o seu dinheiro.

A segmentação da clientela bancária é uma evidência deste ordenamento. Por meio da diferenciação do público-alvo, as pessoas com maior volume de negócios em relacionamento com o banco têm acesso a melhores produtos financeiros, por exemplo, fundos de investimento com baixas taxas de administração. Não basta saber investir, é necessário acumular dinheiro suficiente, ao longo da carreira profissional, para acessar as melhores opções, indicadas por profissionais de investimento.

Os efeitos práticos de diferenciar entre investidores especializados (*homo economicus*), leigos (*homo sapiens*) e especuladores profissionais (*homo pragmaticus*) estão na crítica à homogeneidade racional deles. Heterogêneos entre si, enfrentam o desafio de atuarem em um ambiente ‘estruturalmente instável’, de difícil regulação, em virtude do desequilíbrio permanente no processo de valorização do capital nas esferas produtiva e financeira. Distinguir miragens, ‘bolhas’ descoladas de fundamentos ou ilusões monetárias de colaborações efetivas dos consultores/conselheiros financeiros para o processo real de acumulação e construção de riqueza tornou-se uma tarefa ainda mais difícil.

Nos livros “*Muito, muito ricos*” (GUNTHER,1970) e “*Bilionários*” (GEROMEL, 2015), ambos autores buscam respostas para compreender como esse grupo específico de indivíduos da sociedade americana conseguiu acumular patrimônios significativos. Dão ênfase às “regras de bolso” de *self-made man*: aquele enriquecimento sem qualquer ajuda do destino como herança (“sorte-do-berço”), jogo ou loteria.

Muitos enfrentaram situações de pobreza real ou assumiram o controle de negócios ainda muito jovens. Trabalharam anos a fio sem prosperar, mas aproveitaram as oportunidades, foram corajosos e, em alguns casos, tiveram sorte. Essas biografias podem perfeitamente ser enquadradas na narrativa da “jornada do herói”:

1. uma pessoa comum e abaixo de qualquer expectativa vivia seu cotidiano,
2. depois se aventura por caminhos de enriquecimento, onde realiza prodígios,
3. ela se depara com desafios e derrotas, ao longo da jornada,
4. mas encontra forças a partir de desventuras e obtém uma vitória decisiva,
5. depois, retorna de sua aventura com o poder de compartilhar suas experiências com as pessoas comuns.

Os poucos nomes listados demonstram a dificuldade para alcançar estes níveis extraordinários de riqueza por meio do esforço individual, partindo de uma situação desprivilegiada. Ele não conta as histórias dos fracassos pessoais de quem também tentou sem resultado, nem analisa todas as suas razões do sucesso, talvez casuais por mera sorte.

A comparação entre as listas exhibe as transformações na riqueza privada nas fases distintas do capitalismo moderno em debate nesta seção. Chama a atenção a mudança nas cifras entre a publicação de 1970 e a de 2015 – e a origem setorial das fortunas. Nos anos 70, predominavam grandes empresários do setor industrial, petroleiro, bancário e conglomerados econômicos. Eles acumularam centenas de milhões de dólares ou poucos bilhões. Em 2015, empresários de tecnologia eram seis entre os dez maiores, com fortunas individuais acima dos 30 bilhões de dólares.

As evidências apresentadas por ambos os autores são a própria contraprova da raridade deste feito. Por isso, estas pessoas atingiram notoriedade histórica na sociedade americana: apenas 14 indivíduos entre 205,1 milhões²⁸ no país mais autenticamente capitalista do mundo conseguiram transpor o abismo entre a pobreza e a riqueza. Estes personagens tornaram-se dignos de destaque na literatura exatamente pela raridade do fato.

É evidência da possibilidade do enriquecimento ou da sua raridade/dificuldade? Em Wall Street dizer “*Anyone can be rich*” é bem diferente de dizer “*Everyone can be rich*”.

Ao contrário da pregação da parcimônia virtuosa, ficar muito rico sem correr riscos é virtualmente impossível. Todos os muito ricos, se não tiveram a fortuna herdada, tiveram de renunciar a absoluta prudência e segurança e conviveram com dilemas éticos e morais típicos das contradições do sistema.

1.4.1.3. Pós Fordismo: Riqueza Financeira Como Esforço Familiar

Os motivos na mudança da abordagem do enriquecimento pessoal do divino e espiritual para o mental, racional e pragmático são fruto de fenômeno social explicado na obra *Modernidade Líquida*, do sociólogo Zygmunt Bauman (2000). Nela, expõe a transição em curso de uma sociedade “sólida”, em fase de superação, por relações sociais baseadas em relacionamentos “líquidos”.

O mundo *sólido* é institucionalizado e normativo, há clara divisão das atribuições de Estado, setor privado e trabalhadores, existe uma certa coesão de fins, mesmo diante dos interesses antagônicos entre as três esferas. Seu paradigma de riqueza está assentado na produção, representado pelo modelo *fordista* de organização industrial: trabalho repetitivo, ordenado, previsível, equilibrado e regrado.

Inimiga da individualidade, essa sociedade se volta ao interesse comum, ao coletivismo, mesmo dividido em estruturas sólidas de estamentos sociais. Os tempos sólidos ocorrem quando predomina a grande empresa, a larga escala, a

²⁸ População americana em 1970 segundo o Departamento do Censo dos Estados Unidos.

produção massificada, buscando “fins determinados por outros de modo determinado por outros” sob o comando de “líderes que sabiam mais e professores que ensinavam a proceder melhor” (BAUMAN, 2000:83).

“...dizemos que uma situação está ‘em ordem’ se e somente se algum evento tem maior probabilidade de acontecer do que suas alternativas, enquanto outros eventos são altamente improváveis ou estão inteiramente fora de questão. Isso significa que, em algum lugar, alguém (um Ser Supremo ou impessoal) deve interferir nas probabilidades, manipulá-las e viciar os dados, garantindo que os eventos não ocorram aleatoriamente.” (BAUMAN, 2000: 72)

Tudo neste mundo sólido tem seu propósito, mesmo este não sendo claro. Um ser divino ou sobrenatural capacitaria alguns seres humanos para estarem aptos a alcançá-lo por meio do “trabalho contínuo de projetar, construir e administrar”.

Talvez esse apelo a um ser onipresente, onipotente e onisciente, seja a razão do sucesso de vendas das publicações. Apela para esta conexão com o divino como o caminho para o enriquecimento. Para religiosos, isto é um apelo à alma. Para ateus, não lhes diz a respeito.

O esforço individual em conhecer a Ciência Econômica ligada às Finanças seria o caminho alternativo. Será necessário? Sim. Suficiente? Não. Requisita também muitas habilidades práticas, inclusive em tecer rede de relacionamentos pessoais e profissionais.

De acordo com David Harvey, em *Condição pós-moderna* (1989), a riqueza produtiva baseada no modelo fordista de harmonia entre o capital industrial e trabalho assalariado se deslocou para um processo de acumulação flexível.

Apoiada na flexibilização das relações de trabalho, customização de produtos e introdução de novos padrões de consumo, a *acumulação flexível* é uma resposta à incapacidade do fordismo e do keynesianismo em conter as contradições inerentes do capitalismo. Os elevados investimentos em capital fixo, horizontes longos e relações trabalhistas rígidas exigiam retornos estáveis em mercados de consumo estáveis. Esta situação se tornou insustentável a partir dos anos 70.

A acumulação flexível é caracterizada pelo surgimento de novos setores de produção, novos métodos de fornecimento de serviços e estruturas organizacionais. As organizações industriais adquiriram a capacidade de oferecer produtos variados em pequenos lotes a preços baixos, por meio da flexibilização das relações trabalhistas, fragmentação de fornecedores e segmentação de mercados.

Os avanços tecnológicos foram fundamentais no encurtamento dos horizontes de decisão, assim como nas telecomunicações, permitindo a ampliação da abrangência geográfica do trabalho. Antes imobilizado, hoje, “o capital viaja leve apenas com uma bagagem de mão que inclui nada mais que pasta, telefone celular e computador portátil” (BAUMAN, 2000).

Não cabe entrar nos detalhes deste processo, amplamente debatidos na literatura a respeito de cadeias e mercados globais (Collander, Chandler, Steindl e Reich). O relevante aqui, nesta Tese de Doutorado, é compreender como estas transformações afetam a percepção do processo de formação de riqueza pessoal e, no caso deste primeiro capítulo, como se apresentam ao público leigo por meio da literatura de autoajuda. Como visto, foi possível apontar elementos das fases de transição entre os autores de livros consagrados de publicações mais recentes.

Assim remeto a minha tese: assessores de investimentos necessitam conhecer Ciência Econômica, mas ela não é suficiente para aconselhar sem dominar as habilidades da Arte das Decisões Práticas, no caso, financeiras.

1.5. Finanças de Endividamento Bancário e de Mercado de Capitais

Em países como o Brasil, onde predomina um sistema financeiro nacional baseado no crédito bancário, a alavancagem via esse instrumento é mais comum como técnica de emprego do capital de terceiros. Alavancagem Financeira diz respeito a se obter a mesma valorização do ativo com a tomada de um empréstimo de recursos de terceiros, auferirá maior escala ao empreendimento e, com isso, obterá maior rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio, caso o lucro operacional supere as despesas financeiras.

Sistemas de financiamento baseados no mercado de capitais (*Market Based*) são caracterizados pela dinâmica de alocação de recursos de acordo com preços estabelecidos em mercados competitivos. Sistemas baseados em crédito (*Credit Based*) têm seus ativos e preços críticos, por exemplo, taxas de juros, administrados pelo governo ou por instituições financeiras.

Em sistemas de financiamento baseados no crédito, bancos atuam de forma ativa na geração de recursos e instrumentos de financiamento do investimento. Eles são centrais para alavancagem financeira das atividades empresariais, mas também oferecem oportunidades de rendimentos, segurança e liquidez para os investidores Pessoas Físicas ao captarem seus recursos para lastrearem os empréstimos concedidos.

A intermediação dos bancos permite impor seu critério de seleção e risco, repassando na forma de volumes de empréstimos, prazos, condições e taxas. “É incumbência dos bancos controlar o endividamento das empresas” (AGLIETTA, 2004:79). Os próprios investidores do mercado de capitais os consideram mais capacitados para a avaliação do perfil de risco dos devedores.

Este sistema de financiamento baseado em crédito permite a cada banco administrar seus ativos e passivos, simultaneamente, ao longo do ciclo econômico. É justamente neste suposto maior controle exercido por bancos da economia de endividamento bancário onde os críticos da chamada “financeirização” encontram fragilidades.

Há, de fato, direcionamento de recursos quando são assumidos compromissos de financiamento de longo prazo. Isso pode implicar na concentração bancária e desequilíbrio crônico entre mercados. A intervenção pode ser capitaneada por iniciativa pública, quando o governo atua na sustentação da oferta de empréstimos e gestão de preços essenciais de acordo com as prioridades de sua política econômica.

Mas grupos financeiros privados têm também capacidade de ofertar recursos de longo prazo sem dependência do Estado. Nesse caso, os movimentos de mercado e não medidas administrativas públicas, influenciam os preços

essenciais, cujo comportamento espelha efeitos contraditórios dependendo do grau de concentração bancária. O rabo abanando o cachorro.

Em sistemas *market based*, convivem uma diversidade de agentes e operadores. Eles atuam na prestação de serviços para a concretização de captações primárias e no fornecimento de plataformas de negociação secundária. Com isso, tornam possível transferir riqueza, realizar lucros ou ajustar portfólios. Fazem também o estabelecimento dos termos para captações futuras (ZYSMAN, 1983).

O “segredo do negócio capitalista” exige usar recursos de terceiros para dar maior escala ao empreendimento e alavancar a rentabilidade patrimonial sobre recursos próprios. É possível alavancar financeiramente um negócio por meio do endividamento. Mas a capitalização é feita por meio de Oferta Inicial de Ações (IPO), captando recursos via compartilhamento de eventuais lucros ou prejuízos por meio da participação acionária.

Os investidores se associam para tornar coproprietários do negócio, juntamente com o proponente inovador responsável pela gestão, ainda em uma empresa de capital fechado. Se o negócio tiver sucesso, cada um colherá sua participação proporcional nos lucros via dividendos. Se o negócio fracassar, perdem seu dinheiro. O ganho do fundador é proveniente da possibilidade de se aportar pouco dinheiro, mantendo o controle acionário do negócio e, portanto, o direito a realizar todo o trabalho de gestão. Os demais são simplesmente os capitalistas investidores.

Se o preço das ações de uma grande concorrente é baixo o suficiente de maneira poder comprar uma participação acionária controladora relativamente barata, é possível tomar empréstimos para sua aquisição, usando as próprias ações (em forte alta com o anúncio da fusão ou aquisição) como garantia ao crédito. Para se livrar da dívida, transfere-a para os livros contábeis da companhia adquirida.

Por meio de estruturas societárias de coparticipação, divide a empresa adquirida em corporações menores separadas por linhas de produtos, serviços ou diferentes países. Os recursos obtidos pela oferta pública de ações podem ser

empregados para diminuir ou quitar a dívida transferida anteriormente para os livros contábeis da companhia comprada. Adquire uma empresa gigantesca sem usar, no fim das contas, dinheiro da própria *holding*.

Prado (2014) explica em linguagem marxista:

“O capital financeiro realiza-se numa transação em que o proprietário vende para outrem apenas o valor de uso do capital, ou seja, a capacidade de valorização na esfera da produção. O capital na forma mercadoria, isto é, como mercadoria-capital, não muda de dono, mas apenas de mãos.” PRADO, 2014:06

Operações desta natureza se proliferaram a partir do final dos anos 60, integrando o capital industrial ao capital financeiro. Hilferding (1985) e posteriormente outros autores (LAZONICK, O’SULLIVAN, 2000; CROTTY, 2002) descrevem os mecanismos sob os quais se aufero o lucro do fundador. Essa articulação entre bancos e indústria permite a expansão de grandes conglomerados econômicos por meio de operações societárias, alavancando operações de fusões, aquisições, recompras de ações e incorporações.

Trata-se de uma transição em processo, em que representantes do capital financeiro (investidores institucionais, bancos e executivos da alta administração) passam a integrar e supervisionar sob um ‘olhar fortemente externo’ o desempenho das operações do setor produtivo (PRADO, 2014).

Há um extenso debate na literatura de Economia Política sobre pressuposto “processo de financeirização”. Diz respeito ao protagonismo ou dominância das relações entre capital produtivo e financeiro a partir dos anos 70 (CHESNAIS, 2005; BRAGA, 2013). Mas a crítica à ideia dessa “financeirização” constituir uma “fase do capitalismo” fica fora do âmbito desta tese.

Autores marxistas insistem em reafirmar: só a “configuração específica de propriedade capitalista, a saber, a propriedade patrimonial” assumida em lugar do ‘entesouramento estéril’ capaz de transformar o dinheiro em ‘um valor que produz mais valor’ (PRADO, 2014; apud CHESNAIS. 2005, p.48-50). Uma visão holística e

sistêmica pode ajudar a entender melhor o papel funcional de rentistas proprietários de ações, títulos públicos, fundos mútuos e títulos privados.

1.6. Literatura Brasileira de Autoajuda Financeira

A acumulação da riqueza financeira no Brasil possui particularidades, dado o ambiente institucional do país, típico de capitalismo tardio, onde interesses públicos e privados combinados resultam em um *modus operandi* próprio. O papel-chave dos bancos públicos, para tirar o atraso histórico no desenvolvimento, configura uma *economia de endividamento bancário* em vez de uma *economia de mercado de capitais* como a norte-americana.

Aqui, nem sempre as decisões práticas financeiras são regidas por regras gerais dedutíveis das Finanças Racionais, menos ainda das Finanças Comportamentais. Entre tantas publicações de sucesso no mercado de autoajuda financeira, o desconhecimento massivo da Ciência Econômica por parte dos brasileiros não poderia deixar de florescer seus próprios gurus da riqueza.

Mauricio Hissa (2014), autor de *'Eu quero ser rico'*, é médico de formação, mas enriqueceu operando ações. Conhecido no mercado financeiro como Bastter, o nome de seu cachorro, o autor é uma referência do tema desde os anos 90.

Bastter traz para a realidade nacional a Análise Técnica e a Análise Fundamentalista, adaptadas aos aspectos próprios do mercado brasileiro de ações. Incorpora temas específicos da dinâmica de funcionamento do mercado financeiro do país e do comportamento do investidor brasileiro, observado ao longo de sua vivência em operações na bolsa de valores.

Na linha tradicional da autoajuda em finanças pessoais, *'Eu quero ser rico'* se divide em tópicos e define uma fórmula para a riqueza: $[Riqueza = (Ganhos - Gastos) * Juros]$. Apesar de simples e óbvia, o autor desenvolve toda sua argumentação mostrando as dificuldades de se aplicar de maneira consistente esta 'equação secreta'.

Alerta para os vieses comportamentais e as credices do brasileiro médio, ao qual chama de *seromano*, aqui tratado como o descendente do *homo sapiens*.

Eles podem comprometer o sucesso da fórmula, reconhecendo a influência do comportamento humano na tomada de decisões financeiras.

As aplicações da fórmula de enriquecimento são basicamente direcionadas ao mercado de ações. Apesar de trabalhar com dados e informações da bolsa brasileira, acaba esbarrando nas limitações impostas pelo mercado de capitais do país.

Como visto anteriormente, a dinâmica de financiamento da economia brasileira é determinada por um *padrão de financiamento baseado no crédito*. Embora tenha um mercado de capitais ainda bastante limitado, não significa não ser possível ganhar dinheiro em renda variável no país, principalmente em fase de profecia autorrealizável, quando o comportamento de manada confirma a “sorte do iniciante” quando entra em fase altista – e demora a sair antes da fase baixista.

Replicar uma disciplina exemplar e repetir uma trajetória narrada apenas com sucessos não é tarefa fácil. Dada a grande volatilidade de uma economia instável, operar ações no Brasil não parece ser o caminho mais adequado para enriquecer, mesmo com empenho e dedicação.

Pesquisa encomendada pela CVM à FGV-SP, analisou dados de operações de compra e venda de ações no mesmo dia (*day trade*) por operadores amadores, leitores alvo de Bastter, no período de 2012 a 2017.

Os pesquisadores Fernando Chague e Bruno Giovannetti (FGV EESP, 2018) acompanharam um universo de 19.696 pessoas que começaram a operar com *day trade*. Dessas, apenas 1.558 (7,9%) persistiram por mais de 300 pregões e buscaram obter uma fonte de renda periódica com a atividade. O prejuízo acumulado por esse grupo foi de R\$ 68,4 milhões, ou R\$ 35,90 por dia para o investidor mediano. Apenas 13 pessoas conseguiram lucro médio diário acima de R\$ 300,00 (trezentos reais) e 91% tiveram prejuízo. Alguns, chegaram a perder mais de R\$ 1 mil por dia.

Saindo da linha especulativa e indo para a atitude para o enriquecimento, Gustavo Cerbasi (2013) é categórico: *enriquecer é uma questão de escolha pessoal*.

O autor de 'Investimentos Inteligentes' defende o enriquecimento como um projeto pessoal viável para a maior parte daqueles que seguirem suas recomendações e fizerem investimentos da maneira adequada.

Apresenta amplas informações a respeito dos elementos próprios do ambiente de investimentos brasileiro, como os efeitos dos ciclos econômicos recentes no processo de construção de riqueza. Reconhece o importante papel do comportamento pragmático nas estratégias de investimentos pessoais e alerta para mitos e crenças limitantes presentes no imaginário do brasileiro médio.

São inegáveis as profundas e amplas mudanças no mercado de investimentos pessoais do Brasil nestes 20 anos de século XXI. A consolidação ainda em curso das atividades de *clearing*, custódia de ativos e liquidação de operações nos mercados de renda fixa e variável, centralizou o risco sistêmico dos mercados secundários em poucas instituições (Cetip, B3, Selic), permitindo a redução de custos de transação, ampliação de mercados e serviços disponíveis - plataformas de negociação, serviços especializados, consultorias e assessorias.

A popularização dos produtos financeiros e a ampliação do acesso à serviços e informações, antes restritas a especialistas e grande mídia, é uma das evidências dos efeitos das transformações nos produtos de poupança no Brasil. O exemplo mais marcante é a plataforma de negociação de títulos públicos do governo federal, o 'Tesouro Direto'.

Samy Dana e Miguel Longuini (*'Em busca do Tesouro Direto'*, 2014), apresentam as principais características dos principais títulos e ferramentas de negociação da plataforma. É um guia, que permite ao leigo encerrar sua leitura sabendo como e o que fazer para começar a investir. Limita-se, porém, a fazer somente isso.

Ao contrário do amplamente difundido o tesouro direto não é a 'nova poupança', nem no sentido do rendimento nem na simplicidade. Um manual operacional é insuficiente quando não aborda os riscos intrínsecos na operação de títulos da dívida pública de acordo com seus indexadores (pré, pós e ipca) e

diferentes prazos. Limita-se a repetição de cálculos e simulações e regras de bolso auto correlacionadas:

Quadro 3– REGRAS DE BOLSO PARA INVESTIMENTOS FINANCEIROS

Cenário	Produto
Inflação em alta	Tesouro IPCA
Selic em Alta	Tesouro Selic
Inflação em queda	Tesouro Pré

Fonte: Adaptação de Dana; Longuini,2014

Falta um debate sobre os reais mecanismos relacionados à dinâmica dos títulos públicos, sua relação com o estoque de dívida e como podem afetar seus preços em especial os títulos com vencimentos mais longos. O tema é complexo, mas tratado de forma rasa pode ser perigoso para o leitor leigo. Ele não se aprofunda nos movimentos capazes de guiar a ‘lei da oferta e demanda’ na formação de preços, definidas nas mesas de *open market* (mercado aberto) dos grandes *brokers* (corretores) e *dealers* (distribuidores) do mercado primário de dívida pública, segundo os autores as ‘forças de mercado’.

O grande mérito da plataforma do Tesouro Direto é a popularização do mercado de títulos públicos e a possibilidade de investir com o apoio de assessores de investimentos financeiros, tema desta tese. Isso aumentou o mercado alvo do segmento de corretoras. Buscaram compensar o reduzido número de pontos de contato com o cliente através da tecnologia.

Ganhos de escala e o deslocamento da intermediação centralizada na atividade bancária para a intermediação própria ou especializada (gestores, consultores, assessores) reduziram drasticamente custos de transação. Foram acompanhados por uma maior oferta de produtos e introdução de novos serviços.

Fundos de investimentos antes exclusivos para aportes mínimos de R\$ 100 mil ou até R\$ 1 milhão, puderam manter suas estratégias de investimento e viabilizar a gestão de cotistas, aumento seu patrimônio líquido. Para isso, fizeram

concessão de parte das receitas de taxas de administração e performance em troca da distribuição de seus produtos.

O pano de fundo das publicações contemporâneas adota a postura de se obter riqueza para além do trabalho em um contexto de longevidade maior e necessidades mais abundantes. Em '*Adeus, Aposentadoria*', Cerbasi (2014) aborda o assunto das Finanças Pessoais sob a perspectiva previdenciária.

As bases do sistema de previdência, aposentadoria e o mercado de trabalho sofreram aceleradas modificações nestes quase vinte anos de século XXI. Essas mudanças são fruto do aumento na longevidade, evolução da medicina e tem sido assunto de ampla discussão entre especialistas. A velocidade destas transformações tem sido acompanhada de maneira lenta pelos sistemas públicos e privados de previdência e poucos perceberam a gravidade dos desafios futuros.

Embora alerte para o problema, sugere a velha fórmula de orientação metodológica do Modelo de Ciclos da Vida Financeira, porém sob ótica diferente: cada etapa da vida deve incluir a preparação para construção de fontes de renda alternativas a Previdência Social até se chegar à velhice. Isso implica em enxergar a aposentadoria como um novo momento na carreira, onde se conquista a liberdade financeira e independência profissional por meio dos investimentos corretos e do empreendedorismo. Trabalha-se por prazer e dever cívico – e não por dinheiro.

Uma utopia cada vez mais difícil de ser alcançada diante das mudanças no sistema de previdência brasileiro. Antes organizado sob a gestão de entidades públicas e privadas vinculadas às empresas, complementava o regime geral. Esse mercado se fragmentou, perdeu sua importância estratégica no financiamento do investimento de longo prazo e a capacidade de controle atuarial da poupança familiar de longo prazo da classe média. (BASTOS, 2015)

O foco atual do aprendizado para a riqueza vai além da educação universitária e a aquisição de conhecimentos de Ciência Econômica. É necessária a construção de relacionamentos na vida adulta para se acumular experiência, evolução profissional, reputação e bons contatos. Finalmente, chega o momento de

abrir seu próprio negócio e usufruir da alta renda proveniente de investimentos corretos.

As relações capitalistas nesta sociedade em transição, romperam suas ligações com a Era Industrial. Agora, depara-se com o desafio em conciliar a redistribuição dos papéis do Estado, empresários e trabalhadores e novos direitos, novas fontes de renda e atitudes perante a velhice.

O *incentivo ao rentismo* é uma característica comum aos objetivos almejados por todos aqueles em busca de acumulação financeira como uma forma de obter renda para manter o padrão de vida, além da fase ativa profissional, isto é, na aposentadoria. Obter renda sem o esforço do trabalho até a morte é um dos apelos mais sedutores dos prazeres da riqueza.

Isso pode ser conquistado de muitas maneiras, financeiras ou não. No livro *'Renda Passiva'* (2015), Lisa Namur apresenta diversas maneiras de se obter renda sem trabalho ativo. Além do investimento em produtos financeiros geradores de fluxos de juros e dividendos, são apresentadas alternativas para se obter renda passiva, como *royalties* e direitos autorais. Uma alternativa ao sistema tradicional de construção de riqueza pessoal, sustentado pelo trabalho na fase ativa e pela Previdência Social, complementada pela Previdência Privada, na fase inativa.

Sinal dos tempos atuais quando se acredita na capacidade da internet em revelar talentos e celebridades milionárias instantaneamente, preserva os mesmos mantras: 'não manter os ovos em uma única cesta', 'dinheiro chama dinheiro', 'é necessário começar cedo'.

Nesta mesma linha, *'52 maneiras de ganhar dinheiro'*, de Clene Salles (2010) traz uma lista de dicas semanais não só de finanças, mas também de comportamento, atitude e de como aumentar a renda. Praticamente qualquer atividade capaz de gerar algum tipo de renda é considerada investimento: artesanato, vendas *online*, representação de produtos ou serviços domésticos. É leitura instantânea e objetiva com resumo de princípios presentes em outras publicações, para o leitor dos tempos de 140 caracteres do século XXI.

Este plano, no entanto, está ainda restrito ao Modelo de ciclos de Vida Financeira, sendo incompatível com a difícil realidade do período pós-fordista. Não há mais a garantia de enquadramento de problemas específicos em uma realidade complexa, como uma fórmula geral ou guia para a vida. O desafio é não saber quais serão os desafios.

Planejar, estar atento às oportunidades e seguir regras de maneira disciplinada não é suficiente, quando se está exposto às instabilidades e surpresas do ciclo econômico, ainda mais desafiador no Brasil. Fica a impressão de desvios do plano estarem relacionados à incapacidade individual de quem o executa – e não às incertezas típicas da dinâmica do próprio processo.

1.7. Influenciadores Digitais

As narrativas do dinheiro e da riqueza ao longo das três fases apresentadas tiveram como ferramenta de comunicação os meios tradicionais: livros, artigos, televisão. A internet, embora forneça o acesso aos autores e teorias da literatura de autoajuda ou acadêmica para este tipo de conteúdo é mídia passiva e estática, não é a mesma internet do mundo digital da *web*.

Isso faz toda diferença quando se pretende avaliar como o investidor pessoa física toma suas decisões no campo dos investimentos financeiros pessoais hoje, agora. A forma de se obter conteúdo especializado para tomar decisões financeiras individuais mudou... Na realidade, “mudou, mas continua igual...”

A internet é fruto de um projeto²⁹ de uma divisão do Departamento de Segurança Nacional dos EUA³⁰ iniciado nos anos 50, em meio à Guerra Fria, para interligar computadores em rede em pontos estratégicos, descentralizando o armazenamento de informações, evitando sua destruição ou furto. Com a consolidação da *Arpanet* e introdução de funcionalidades adicionais, seu uso se expandiu para fins civis, ainda restrito a redes privadas.

²⁹ ARPANET - Advanced Research Projects Agency Network - Rede de agências para projetos de pesquisas avançadas.

³⁰ DARPA: Defense Advanced Research Projects Agency - Agência de Projetos de Pesquisa Avançada de Defesa.

A introdução do protocolo de arquitetura aberta TCP/IP³¹ permitiu a comunicação com redes ou máquinas fora da *Arpanet*, como redes de pacotes por rádio ou satélite. Isso facilitou a comunicação entre redes sem a necessidade de alterações na interface.

A partir do desenvolvimento do sistema *www (world wide web)*³² foi possível acessar páginas por meio de plataformas de navegação, permitindo uma maior interação no ambiente virtual. Até então usuários se conectavam para trocar informações entre o meio *off line* e o meio *on line*, com raras opções de navegação virtual sem qualquer interação entre os públicos, um sistema unidirecional e limitado. A literatura³³ (Lins, 2013) acerca do tema considera esta a fase *Web 1.0*, quando são concretizados os primeiros acessos ao sistema.

A produção de conteúdo pelos usuários, inicialmente por meio de comentários, mas em seguida por meio de blogs e redes sociais caracteriza a fase *Web 2.0*. É a rede como plataforma, quando as pessoas produzem, publicam e compartilham conteúdos entre si.

Já na fase atual, da *Web 3.0* foram introduzidas novas funcionalidades de interação e conectividade entre aplicativos múltiplos – *smartphones, smart TV*. As pessoas não só estão conectadas entre si, mas suas atividades são rastreadas e a experiência online é otimizada por meio dos algoritmos, reunindo dispositivos interconectados em atualização contínua, aprimorando suas funções quanto maior o número de usuários. Conforme utilizam os aplicativos, seus dados são fornecidos a múltiplas fontes de maneira a permitir modificações por outros usuários, criando efeitos em rede através por meio da ‘arquitetura participativa’. A comunicação passa a ser multilateral.

A fase da *web* inteligente, como também é chamada a *Web 3.0*, representa uma mudança importante na maneira como a internet e seus recursos

³¹ Transmission Control Protocol - Protocolo de Controle de Transmissão) e o IP (Internet Protocol - protocolo de interconexão)

³² Criado ao final dos anos 80 por cientistas do laboratório de estudos nucleares da União Europeia (CERN), Tim Bernes-Lee com o objetivo de permitir a edição por múltiplos colaboradores de documentos e relatórios simultaneamente.

³³ http://www.belins.eng.br/ac01/papers/aslegis48_art01_hist_internet.pdf; <https://brasilecola.uol.com.br/curiosidades/como-surgiu-a-internet.htm>; <https://rockcontent.com/br/blog/historia-da-internet/>; <https://www.weblink.com.br/blog/historia-da-internet/>; <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/8475/1/COliveira.pdf>

são utilizados. Dada a sua característica do emprego de máquinas para desempenhar atividades antes executadas por meio do trabalho manual, tornando possível a automação do marketing.

Web 4.0 é a fase de emprego de estratégias de marketing digital para extrair lucro proveniente das interações entre plataformas, usuários, empresas e redes sociais. Nesta fase, em clara afluência atualmente, máquinas e usuários permanecem em interação constante. A criação de métricas críticas de engajamento, aceitação ou rejeição e o aumento na capacidade de processamento, armazenagem e análise - *big data*, computação na nuvem, *machine learning* e robôs³⁴. A introdução da tecnologia 5G é a ponte para a consolidação do *Web 4.0* e a base para o degrau da próxima etapa.

Nesse contexto, surgiu uma nova figura de autoridade capaz de influenciar o comportamento e as decisões humanas, incluindo os investimentos financeiros pessoais. O *influenciador digital* surge como uma figura reconhecida pelo usuário como alguém comum, sem credenciais formais, mas capaz de ensinar ou liderar um processo de transformação de seus seguidores diante de um objetivo.

Aranha (*Guia de Economia Comportamental 2015, 2019*) observa as celebridades serem conduzidas a esta posição por seus feitos. Na antiguidade, a fama estava destinada aos heróis, guerreiros e indivíduos transformadores da história. O herói contemporâneo é a celebridades online representante dos anseios, angústias e aspirações de seu um público, mesmo não tendo desempenhado feitos espetaculares a não ser o fato de terem se tornado influenciadores.

O influenciador digital é indivíduo detentor de audiência mantida por meio de plataformas *online* (canal no YouTube, perfil no Instagram, Facebook, Twitter, etc.) para além do ciclo de amigos. São comunicadores, publicam conteúdos digitais sobre temas diversos ou específicos sobre comportamentos, opiniões e valores, orientados para o segmento de sua audiência.

³⁴ Inteligência artificial em desenvolvimento robótico executando algoritmos capazes de aprendizagem e até tarefas cognitivas. (ABCIBER – FACOM/UFJF, 2019)

O influenciador é visto como um formador de opinião, pela ampla capacidade de receber e responder novas mensagens de modo a gerar debate sobre determinado tema com grande alcance. As capacidades necessárias para influenciar dizem respeito à personalidade do indivíduo comunicativo, inteligente, ambicioso, produtivo e ponderado. Sua capacidade para exercer influência sobre determinado assunto vem da própria experiência, vivência ou espírito crítico ao lugar-comum.

O papel dos influenciadores tem como principal meta provocar consciencialização acerca de determinados temas, assinalando os benefícios de certos itens/serviços dentro da comunidade social onde se enquadram. São pessoas comuns, cujas opiniões e posicionamentos são disseminados por seus seguidores, atingindo níveis continentais de escala.

No caso dos investimentos financeiros, a aspiração central é a riqueza como um meio para se tornar independente. Nada muito diferente da narrativa dos livros de autoajuda do segmento. A autoajuda da *web 4.0* tem apelos semelhantes da literatura dos tempos sólidos, mas a forma e o conteúdo mudaram significativamente, fazendo jus aos tempos líquidos.

A narrativa é dinâmica e direta, transmitida em linguagem informal. A ideia é passar a mensagem em vídeos ou mensagens curtas de maneira a conduzir o seguidor a executar ações (*call to action*) para gerar curtidas, compartilhamentos e comentários. O influenciador é remunerado de acordo com a geração dessas interações e quanto maior e mais consistente for o engajamento de seus seguidores, mais valorizado é seu perfil.

Os influenciadores devem montar uma equação capaz de reter, gerar e multiplicar essas interações, tornando seu perfil mais atrativo para o público seguidor, mas também para iniciativas comerciais.

Segundo Almeida (2018), perfis de influenciadores provocam mais engajamento, quando comparados a formadores de opinião institucionais. As redes

sociais são espaços mensuráveis, onde gestores podem contabilizar, sistematizar e dar sentido a comentários produzidos sobre os mais diversos conteúdos. Comentários são manifestações públicas de usuários sobre determinados conteúdos e, dependendo de seu teor, podem variar bastante, quando esses comentários são produzidos por indivíduos qualificados, como os influenciadores, provocam mais engajamento.

As características colaborativas das redes sociais levam prática da ‘boca a boca eletrônico’ (*eWOM*³⁵), na forma de conversas, recomendações ou detrações relacionadas a marcas, produtos ou serviços. Trata-se de manifestação espontânea de informação positiva ou negativa partilhada na Internet produzida por potencial, atual ou antigo consumidor de um produto ou empresa.

Qualquer pessoa, portanto, independentemente do seu estatuto social, é capaz de gerar *eWOM* e influenciar outras pessoas sem contato pessoal com mesma. Este fenômeno, corresponde a uma das mudanças provocadas pela *web* 2.0 atribuindo ao consumidor o poder para partilhar opiniões sobre empresas, produtos ou marcas motivadas por necessidade de autopromoção, de liderança de opinião e de habilidades pessoais.

Aqueles mais destacados em suas opiniões, comentários e número de seguidores se tornaram os influenciadores capazes de direcionar decisões e maior aproximação entre marca e público-alvo.

No campo das Finanças Pessoais, os influenciadores digitais dos tempos da *web* 3.0 são “filhos” dos blogueiros independentes da *web* 2.0 e “netos” da literatura tradicional dos livros de autoajuda do gênero.

Uma rápida pesquisa entre as principais fontes de disseminação de conteúdo (Twitter, Facebook, Youtube) e sites especializados³⁶ de comparação de indicadores de engajamento e monetização, fornece diversas listas e rankings das personalidades virtuais mais influentes no segmento de Finanças Pessoais. Embora

³⁵ *Eletronic Word of Mouth*

³⁶ socialblade.com, similarweb.com, [blog de valor](http://blogdevalor.com),

não haja um *ranking* único, é possível identificar alguns dos principais *influencers* no Brasil:

Tabela 1 - INFLUENCIADORES DIGITAIS SELECIONADOS

Influencer	Criação	Seguidores	Ganhos Estimados*
ME POUPE! (NATHALIA ARCURI)	19/02/2015	5.400.000	313,7
O PRIMO RICO (THIAGO NIGRO)	13/05/2006	4.120.000	235,3
GUSTAVO CERBASI	12/04/2016	818.000	14,5
CLUBE DO VALOR (RAMIRO GOMES FERREIRA)	11/03/2015	597.000	35,8
QUERO FICAR RICO (RAFAEL SEABRA)	06/10/2006	291.000	13,0
BLOG DE VALOR (ANDRÉ BONA)	26/02/2011	235.000	5,3
GUIAINVEST (ANDRÉ FOGAÇA)	15/01/2012	210.000	1,5
INVESTNEWS (SAMY DANA)*	23/03/2019	200.000	58,5
BASTTER.COM	31/08/2006	104.000	6,3

Fonte: youtube, twitter, socialblade, @charlab * Projeção para 12 meses, US\$ mil

Alguns pontos em comum entre os componentes da lista de influenciadores:

- Estão presentes em múltiplos canais de interação com o público – redes sociais, canais de vídeo (*lives*), *websites* e blogs;
- Empregam linguagem própria, direcionada ao público seguidor e suas orientações seguem a narrativa do ‘se eu posso você pode’, ‘qualquer um pode ficar rico’ ou derivações sobre a mesma retórica;
- Quem se destaca na internet, com milhões de seguidores e público cativo é logo integrado ao mundo corporativo do *marketing* digital e à mídia tradicional, por meio de patrocínios, parcerias ou apoio crítico a produtos e serviços financeiros.

A maior parte dos componentes da lista eram blogueiros independentes no início de suas atividades. Hoje, são referências para bancos, corretoras ou escritórios de assessoria de investimentos.

Alguns dos *influencers* mais proeminentes começaram suas trajetórias ainda no formato livro e evoluíram com a tecnologia (*Bastter*, Cerbasi, Dana), veiculando conteúdos técnicos, com cursos, conceitos e aconselhamento para questões financeiras. Outros procuram transmitir em linguagem popular temas complicados e operações mais complexas.

O mundo dos influenciadores digitais é fluido. Ele se sustenta pela interação com o público, por comentários, compartilhamentos ou curtidas. Exige constante geração de conteúdo para manter a audiência.

É inegável a contribuição dos influenciadores na disseminação da informação especializada sobre o tema das Finanças Pessoais. Essa nova forma de formação de opinião e de serviço especializado merece maior atenção, quando se avaliam os efeitos de opiniões e recomendações de investimentos sobre as decisões de investidores-seguidores.

A B3 aponta em seu relatório de pesquisa do perfil e comportamento do investidor pessoa física³⁷ os influenciadores serem responsáveis por 32% das recomendações de investimento, enquanto os assessores apenas 10%.

Independente deles estarem certos ou errados em seus argumentos e métodos é importante reconhecer eles atuarem de maneira importante na determinação de posturas financeiras adotadas no momento de investir.

O assunto tem chamado a atenção da CVM³⁸, tendo em vista o aumento na quantidade de casos emblemáticos, onde o *influencer* simplesmente some com o dinheiro de algumas centenas de pessoas³⁹. Muitas delas são incapazes de denunciar por vergonha de terem caído no golpe fraudulento.

A dificuldade em fiscalizar, disciplinar e punir eventuais irregularidades esbarra em uma série de empecilhos, tendo em vista estarem mais tipificados como crimes cibernéticos⁴⁰. Não há instrução da CVM tratando especificamente deste assunto, mas a entidade emitiu parecer

Apenas estão autorizados a emitir opiniões, análises e sugestões de investimentos profissionais certificados. Apesar do fato de não ser um serviço cobrado, a indução a erro configuraria irregularidade.

³⁷ http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm

³⁸ <https://valorinveste.globo.com/educacao-financeira/noticia/2019/09/13/cvm-fiscalizar-influenciadores-digitais-e-desafiador.ghtml>

³⁹ <https://blog.magnetis.com.br/piramide-financeira-e-outros-golpes-em-investimentos/>

⁴⁰ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/112737.htm

O fato é o mercado de conselhos de investimentos *online* não ser regulamentado e estar repleto de consultores informais e não profissionais. Um agente autônomo devidamente credenciado não está autorizado a recomendar ou sugerir investimentos seja *online* ou *offline*, mas qualquer outra pessoa pode fazê-lo. O fato é, na prática, todos de certa forma encontraram uma maneira de estar na internet, fora de muitas amarras legais.

O tempo todo leigos estão dando suas opiniões e palpites e isso pode ser interpretado pelos menos avisados como conselhos tecnicamente embasados. É difícil regular uma atividade em um ambiente desregulamentado como a internet.

Por outro lado, é bastante possível criar uma rede de vigilância. A cobrança ou não como ato configurador de prestação de serviço e passível de punições também não deve ser o único ponto de referência para o regulador.

A tabela 1 mostra a estratégia de monetização dos seguidores-investidores por meio da disponibilização de conteúdo sem custo. Os acessos são remunerados de acordo com as interações e o nível de engajamento dos usuários. A cobrança direta do internauta é mais comum em cursos ou palestras.

Os caminhos futuros deste mercado paralelo de assessoria de investimentos, estão ainda em aberto. Apesar de se dizer preocupada, a CVM apenas tem se limitado a emitir advertências e acatar demandas procedentes do público lesado, quando procurada.

Cabe ao regulador estabelecer a vigilância nas práticas exercidas entre o mundo virtual e real na revisão da regulamentação de assessoria de investimentos em andamento, assunto do próximo capítulo.

Considerações Finais ao Capítulo 1

Baixar do alto nível de abstração da teoria pura, repleta de conceitos e modelos, para o mundo real do concreto, exige passar por um nível intermediário, onde se busca incorporar outras áreas de conhecimento. Conhecimento teórico é pré-requisito para saber *a priori* de inconsistências lógicas. Não é possível fazer essa articulação entre o abstrato e o concreto sem arriscar a supressão de conhecimentos importantes diante da complexidade do mundo real. Apenas modelos teóricos são insuficientes para explicá-lo.

Neste capítulo inicial, comecei a reunir argumentos em defesa de minha tese: o conhecimento da Ciência Econômica, tanto das Finanças Racionais, quanto das Finanças Comportamentais, é necessário para o *credenciamento profissional* de assessores de investimentos, mas absolutamente insuficiente para o *exercício* da profissão. Saber avaliar cenários macroeconômicos é uma habilidade adquirida com capacidade analítica, obtida com teoria, de fatos e dados, entender as pessoas é capacidade adquirida pela experiência social.

Os assessores têm de dominar as habilidades da Arte das Decisões Práticas financeiras. A natureza incompleta do conhecimento científico e a impropriedade de sua aplicação direta na prática deve levar em conta dois conceitos fundamentais do cientista econômico: a Indeterminação de Sênior e o Vício Ricardiano.

Schumpeter (1986, p. 540-1) identificou e batizou esses fenômenos:

“Eles [Sênior, Mill e outros] quiseram apenas dizer que as questões de política econômica envolvem sempre tantos elementos não-econômicos, que seu tratamento não deve ser feito na base de considerações puramente econômicas [...] poder-se-ia apenas desejar que os economistas daquele (como de qualquer outro) período nunca se esquecessem deste toque de sabedoria - nunca fossem culpados do Vício Ricardiano”. (Apud. SILVEIRA, 1991).

“O Vício Ricardiano é justamente ignorar sucessivamente o papel do campo aplicado, isto é, das Ciências Sociais quando pressupõe-se ser a teoria abstrata suficiente para gerar conclusões práticas. É o hábito de empilhar uma carga pesada de conclusões práticas sobre uma fundação tênue que não se iguala, mas que parece, em sua simplicidade, não apenas atrativa, mas também convincente”. (SHUMPETER, 1986, pp. 540, 1171)

O Vício Ricardiano é o hábito de não respeitar a Indeterminação de Sênior.

Por meio destes princípios pretendo construir a ponte entre teorias científicas abstratas e arte ao longo das próximas páginas. Uma vez delimitados os campos teóricos tradicional e alternativo em diferentes níveis de abstração, neste primeiro capítulo, podemos seguir adiante para o campo prático e aplicado da arte (ou habilidades) no exercício da profissão de assessoria de investimentos.

Assim, pretendo defender a tese de o conhecimento da Ciência Econômica ser necessário, mas insuficiente para o exercício da profissão de assessoria de investimentos. É um pré-requisito para o domínio das habilidades da Arte das Decisões Práticas, no caso, financeiras.

Neste primeiro capítulo foram confrontados três sujeitos teóricos distintos: o *homo economicus*, representante das Finanças Racionais; *homo sapiens*, representante dos leigos; e o *homo pragmaticus*, seguidor de poucas regras práticas do especulador profissional.

O *homo economicus* segue a cartilha das finanças tradicionais e seus referenciais são a hipótese do ciclo de vida financeiro, o fluxo de caixa descontado, a teoria do portfólio e a teoria da informação. São transplantados para a realidade cotidiana por meio do exercício profissional da assessoria de investimentos.

O *homo sapiens* é leigo, sem formação ou experiência em finanças e seus princípios e conceitos são formulados de acordo com regras de bolso ou premissas falsas. O *homo pragmaticus* reconhece a incapacidade da teoria em explicar a realidade e entende haver riscos e oportunidades a serem explorados conforme a conjuntura, independente do escrito nos livros.

O ambiente, também teórico, foi construído a partir da sedimentação do conhecimento produzido em cada fase de seu desenvolvimento. Na fase pré-fordista, as finanças não eram assunto científico e a habilidade em fazer dinheiro era vista como predestinação divina ou fruto da sorte do berço, não era algo a ser aprendido ou ensinado.

O fordismo traz a possibilidade de ser possível enriquecer mediante o esforço do trabalho, algo praticamente certo para aqueles inseridos no sistema cartesiano e encadeado do sistema. Na fase pós-fordista, a transição da rigidez do padrão sólido para as relações líquidas da pós-modernidade coloca o desafio como propósito individual e possível para aqueles capazes de assumir os riscos necessários nos momentos corretos.

A partir daí é possível compreender o mapa mental e as fronteiras teóricas sob o olhar dos três agentes representativos ou tipos ideais. Para compreender como interagem no ambiente de negócios financeiros, isto é, na prática, é necessário observar a realidade, tanto as normas, quanto os fatos e dados do mercado brasileiro de investimentos financeiros pessoais.

No capítulo seguinte, apontarei as regras e procedimentos legais determinantes para a formação do profissional de assessoria de investimentos. Além disso, apresentarei uma breve pesquisa com alguns colegas sobre como o ritual do relacionamento entre assessor e cliente se estabelece no mundo real.

Capítulo 2

Profissão de Agente Autônomo de Investimentos

2.1 Introdução

No capítulo anterior, apresentei o ‘estado da arte’ da Ciência Econômica, representada pela Economia ortodoxa do *mainstream* e a Economia Comportamental. Somei o aprendizado dos leigos em Ciência Econômica, seja na literatura de autoajuda financeira, seja na “escola-da-vida” por meio de regras-de-bolso para tomar decisões práticas a partir de experiências vivenciadas por outros ou por si.

As Finanças Racionais ainda são a referência teórica no mercado de investimentos financeiros do Brasil. Ela dá respaldo científico ao trabalho cotidiano dos profissionais da indústria financeira. Afinal, são apenas quatro ideias-chave a serem lembradas: “tempo é dinheiro”, “não colocar todos os ovos na mesma cesta”, “não se pode superar desempenho do mercado o tempo todo”, e “investir é comparar o ganho com aquilo perdido por ter tomado determinada decisão, toma lá dá cá”.

A partir de analogia com a teoria tradicional, representada no arquétipo do *homo economicus*, foram apresentadas as metáforas do descendente do *homo sapiens* e o *homo pragmaticus*. Correspondem às visões das Finanças Comportamentais e da literatura de autoajuda financeira.

Em nível de abstração mais concreto, das decisões práticas, serão apresentadas neste capítulo as principais estruturas normativas e operacionais às quais os Assessores de Investimentos estão submetidos no Brasil. Esses personagens são representados por agentes autônomos de investimento (AAI), gerentes de investimentos *private banking* e de varejo de alta renda. Em especial, o foco se dará sobre um ‘novo’ participante, os AAI. Entre profissionais e leigos há comportamentos identificados com as metáforas do *homo economicus*, *homo sapiens* e do *homo pragmaticus*.

O objetivo deste capítulo é mapear o ambiente onde as ‘coisas’ acontecem, segundo a Economia Positiva – *o que é* – e a Economia Normativa – *o*

que deveria ser. Destacarei as leis e parâmetros estipulados para o exercício da profissão de assessor de investimentos, com ênfase no Agente Autônomo de Investimentos (AAI). Apresentarei as atuais regras do jogo a respeito das práticas, limites e desafios na indústria de investimentos financeiros pessoais. Resumirei também qual é a principal discussão *hoje*.

Mudanças regulamentares, tecnológicas e a entrada de novos participantes neste mercado têm motivado a remodelação na forma como os brasileiros realizam seus investimentos financeiros pessoais.

Planos econômicos, crises políticas, reformas liberais e a própria evolução das instituições do mercado financeiro brasileiro, diante dos desafios dos últimos 40 anos, deixaram marcas regulatórias e impuseram práticas operacionais entre os participantes responsáveis pela assessoria de investimentos financeiros. Porém, há mudanças na configuração do ambiente de negócios desse mercado.

Algumas das práticas adotadas são exclusivas ao sistema financeiro brasileiro. São apelidadas de “jabuticabas” por só existirem aqui, como a árvore da fruta dita ser original do Brasil. Em muitos casos, são regras de operação com algum sentido lógico quando foram adotadas, mas perderam a efetividade a partir das mudanças nas relações entre os participantes do mercado, não acompanhadas pela legislação e mesmo assim permanecem aceitas, mesmo informalmente.

Estas “jabuticabas” aparecem em regras não escritas, ou seja, instituições baseadas nos usos e costumes presentes nas relações entre profissionais de investimento pessoal (assessores - agentes autônomos, gerentes e *private bankers*) e seus clientes pessoas físicas. Dessas suas interações com o público investidor emerge um nódulo relevante na teia tecida pela emergência de um sistema financeiro complexo, baseado em rede de relacionamentos.

Exclamar ‘Fechado!’ ao telefone para concretizar uma operação ainda é tão aceito como ordem de confirmação de um negócio como a assinatura de uma boleta impressa ou aceitar uma ordem *push* pelo aplicativo. Por trás desta aparente simplicidade, sempre em evolução, há uma estrutura e um arcabouço institucional complexo, permeado por controles sujeitos a um emaranhado de cadeias de

responsabilidades capaz para respaldar cada etapa. O visto hoje é fruto de uma evolução normativa e operacional. Por isso, é importante trazer luz às questões em debate pertinentes à profissão.

Nas próximas seções serão apresentados os requisitos e formalidades exigidos ao exercício da atividade de assessoria, bem como sua evolução: certificações, termos de confidencialidade, prospectos, testes de perfil, assembleias, auditorias. Essas atividades cerimoniais e protocolares de reafirmação da lei e práticas (*enforcement*) são a sustentação das fronteiras entre *o que deveria ser* e *o que é* o exercício da profissão.

Particularmente, é de interesse desta tese examinar a exigência do *suitability* (ICVM 539). O *suitability* é teste do perfil de investimento de cada usuário em sua corretora. Define, através de um processo de identificação de tolerância ao risco, as opções adequadas de estratégias e produtos de investimento para o cliente.

As regras têm sido postas à prova. Elas vêm se mostrando incompatíveis com a evolução acelerada da profissão de Agente Autônomo de Investimentos (ICVM 497/11) e com as mudanças observadas no mercado de investimentos financeiros pessoais no país. Há ampla discussão em andamento a respeito de temas importantes.

O objetivo central, portanto, é compreender a estrutura formal da indústria de investimentos financeiros no Brasil e obter uma visão da Economia Normativa do mercado de assessoria de investimentos financeiros pessoais no Brasil – *como deveria ser*. Entender como a estrutura institucional respalda, coíbe e se impõe é importante para confrontá-la com a Economia Positiva, assunto do próximo e último capítulo – *o que realmente é*.

Para o mapeamento da arena onde os participantes atuam no dinamismo das mudanças em andamento, usei o modelo de forças competitivas (PORTER, 1996; BASTOS, 1997) adaptado ao contexto desta tese.

A partir daí, é possível observar como diferentes forças interagem e se contrapõem, algo necessário, mas insuficiente para compreender de fato o sujeito principal, o AAI. Esta construção analítica está restrita à avaliação e pesquisa de documentos, regulamentações, reportagens e artigos disponíveis sobre o tema. Ajuda a organizar o debate, mas ainda não permite entender plenamente como o profissional de investimentos se insere dentro de todo esse contexto.

Para catalisar o frio da abstração, ao morno da normatização e ao calor da realidade, entrevistei profissionais em atuação em três categorias de Assessores de Investimento: *private bankers*, gerentes de varejo de alta renda e agentes autônomos de investimento.

Por meio de perguntas e estímulos acerca das questões pertinentes a esta Tese, foi possível obter informações valiosas para questionar a **hipótese do perfil dinâmico**. Os questionários *suitability* são somente um teste – e nada mais. Sua relação com a postura efetivamente adotada pelo investidor é secundária, sendo esta definição dada pela fase do ciclo econômico, pela situação socioeconômica do investidor e do acesso a serviços de assessoria de investimentos.

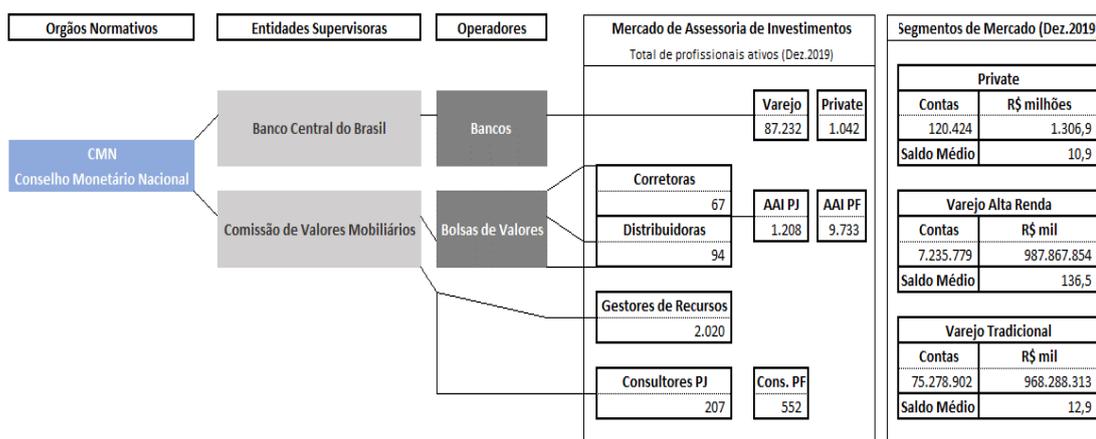
O conhecimento mais profundo da Ciência Econômica ajuda a analisar a conjuntura e traçar cenários possíveis, mas não basta. É primordial também obter as habilidades profissionais requisitadas, tanto normativamente, quanto costumeiramente, por exemplo, uma rede de relacionamentos pessoais e familiares com os potenciais clientes.

Na seção 2.2 e 2.3, serão apresentados os normativos e a cadeia de responsabilidades do Mercado Brasileiro de Investimentos Financeiros, na seção 2.4 o debate em curso no setor e na seção 2.5, o método de condução das entrevistas e respectivas constatações, sob o Modelo das Forças Competitivas. Ao fim do capítulo, serão reunidas conclusões parciais para serem somadas, no capítulo 3, à avaliação da realidade enfrentada pelos AAI, conforme se apresentam seus desafios práticos mais concretos.

2.2 Mercado Brasileiro de Investimentos Financeiros

De acordo com a ANBIMA, o volume financeiro total administrado por profissionais (ou gestores) de investimentos no Brasil em 2019 foi de R\$ 3,3 tri, por meio de 82,6 milhões de contas ativas operadas por bancos, corretoras e distribuidoras de valores.

Figura 3 - CADEIA DE RESPONSABILIDADES ASSESSORIA DE INVESTIMENTOS



Fonte: Anbima, Bacen, CVM.

A cadeia de responsabilidades do mercado de assessoria de investimentos se organiza sob um sistema de hierarquia de atribuições entre os profissionais e o tipo de instituição onde exercem suas respectivas atividades. Estão sob a responsabilidade de corretoras (AAI) ou bancos (tradicional, alta renda, *private*), subordinados à CVM ou ao Bacen, respectivamente.

O exercício geral das profissões é muito parecido, mas o público é segmentado conforme a renda em grades de produtos e serviços distribuídos pelo gerente ou agente autônomo. A partir da avaliação do patrimônio financeiro disponível para investir são definidos o seu nível de atendimento e acesso a esta grade produtos e serviços. O *suitability* e a sugestão de investimentos vêm depois.

A forma de compensação financeira para o profissional pode seguir o sistema de repartição de *spreads* ou comissões, cobrança de *fees*, contratos de prestação de serviços ou remunerações fixas e variáveis de acordo com a relação estabelecida entre cliente e prestador. Este ponto será detalhado mais adiante.

Os profissionais de *private banking* e varejo, vinculados aos bancos, são a maior parte do público habilitado (exames CFP, CPA20 e CPA10)⁴¹ a oferecer produtos financeiros ao público investidor pessoa física. Agentes autônomos, vinculados à Corretoras e Distribuidoras são habilitados pela certificação ANCORD⁴². As exigências serão detalhadas mais à frente.

Gestoras de recursos e Consultorias CVM, embora também possam endereçar ao mesmo público, têm funções bastante definidas. Consultores CVM atuam em funções claramente diferentes dos assessores e *private*. Embora também possam elaborar e acompanhar carteiras de investimentos, não estão autorizados a distribuir produtos. Ambos atuam de maneira complementar aos serviços prestados pelos profissionais acima.

2.3 Regras da profissão de Assessoria de Investimentos Financeiros Pessoais no Brasil

Os serviços de assessoria de investimentos são exercidos no Brasil basicamente por três profissionais distintos:

- i) Agentes Autônomos de Investimentos (AAI);
- ii) Varejo alta renda (*Retail bankers*);
- iii) *Private bankers*;

Os agentes autônomos têm suas atividades regulamentadas pela CVM. Os dois seguintes são profissionais do sistema bancário submetidos às regras do Banco Central.

A CVM atribui aos agentes autônomos de investimento (AAIs) o exercício de atividades por meio de instituições integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, basicamente Corretoras e Distribuidoras de valores mobiliários.

⁴¹ Autorregulamentados pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), autarquia responsável pela supervisão e certificação dos profissionais bancários, entre outros.

⁴² A ANCORD (Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias) é a entidade de classe da indústria de intermediação no Brasil responsável pela aplicação dos exames e certificações para autorizar o exercício da atividade de agente autônomo, sob supervisão da CVM.

Restringe sua atuação às atividades de prospecção e relacionamento comercial com clientes. A eles é vedado o aconselhamento e recomendação de produtos ou serviços. Estas são atribuições do consultor de investimentos CVM.

2.3.1 Agentes Autônomos de Investimento (AAI)

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários, o Agente Autônomo de Investimentos é pessoa natural autorizada a atuar diretamente ou por meio de uma sociedade constituída para esse exclusivo fim em:

- (i) prospecção e captação de clientes;
- (ii) recepção, registro e transmissão de ordens para os sistemas de negociação e registro e
- (iii) na prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado, em nome da qual atua como preposto.

O foco de atuação do AAI é comercial, resguardado por uma cadeia de responsabilidades fiduciárias compartilhadas com outros assessores sócios por meio de figura jurídica especificamente constituída para este fim. Não é possível exercer a função individualmente, mas apenas por meio de pessoa jurídica específica. Somente assessores registrados na CVM podem compor o quadro de sócios.

Esta empresa deve firmar contrato exclusivo com corretora ou distribuidora de valores mobiliários para distribuir os ativos financeiros negociados por meio de sistemas homologados pela Corretora contratada.

Para obter o registro de agente autônomo na CVM é necessário realizar o exame de certificação aplicado pela ANCORD, entidade credenciadora autorizada para a profissão. Este exame consiste basicamente em uma prova de 80 questões realizadas em 4 horas sobre temas específicos do funcionamento operacional e técnico do mercado de distribuição de valores mobiliários, além de noções de Ciência Econômica, Matemática Financeira e Ética Profissional.

As provas são aplicadas semanalmente. Elas seguem o Programa de Qualificação Operacional da B3, amparado pelas exigências do exame aplicado pela ANCORD. O exame técnico para certificação é composto de 80 questões de múltipla escolha. A prova é dividida em 15 assuntos, cada um com um peso específico, como apresentado abaixo (Tabela 2):

Tabela 2 – TEMAS CERTIFICAÇÃO ANCORD (AAI)

# Tema	Pontuação
1 Atividades do Agente Autônomo de Investimento	8,75%
2 Ética Profissional e Aspectos Comportamentais	5,00%
3 Legislação Brasileira, BACEN, CVM	3,75%
4 Noções de Economia	3,75%
5 Sistema Financeira Nacional	1,25%
6 Instituições e intermediadores financeiros	5,00%
7 Fundamentos de Finanças	5,00%
8 Fundos de Investimentos	6,25%
9 Outros Fundos de Investimento regulados pela CVM	2,50%
10 Securitização de Recebíveis	1,25%
11 Clubes de Investimentos	2,50%
12 Liquidação	3,75%
13 Mercado Financeiro	15,00%
14 Mercados Derivativos	15,00%
15 Mercado de Capitais	21,25%
Total de pontos	100,00 %

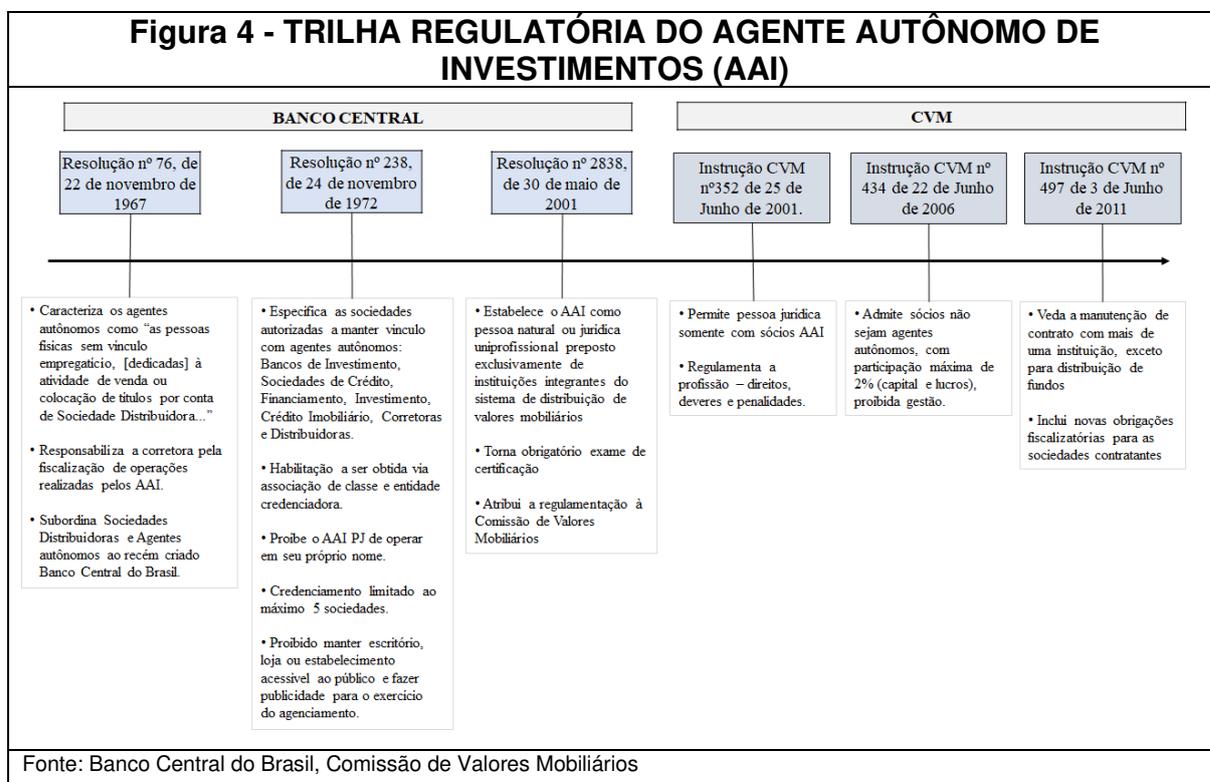
Fonte: B3 – certificações.

http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/selos-pqo/roteiros.htm

Estará aprovado o candidato quando obtiver, na prova, um mínimo de 70% de acertos. Além da aprovação no exame, é necessário ter concluído o Ensino Médio – e não o Ensino Superior em Ciência Econômica, Administração de Empresas ou Contabilidade – como escolaridade mínima e ficha criminal limpa. Não pode ter restrições judiciais ou impeditivos ao exercício de cargos nas demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Secretaria de Previdência Complementar – SPC.

Embora a CVM só tenha regulamentado a profissão do AAI em 2001 (ICVM 355/2001; ICVM 434/06), a função dos agentes autônomos foi incluída pelo Banco Central na Resolução nº 76 de 1967, onde são estabelecidos os parâmetros de atuação das sociedades distribuidoras. A partir daí, suas atribuições foram sendo

detalhadas, seguindo o aprimoramento da regulamentação das sociedades corretoras e distribuidoras (Figura 4).



A regulamentação mais recente foi publicada pela CVM em 2011 (ICVM 497/2011). No entanto, estão em andamento audiências sobre alterações nas suas regras, sobretudo, na exigência de exclusividade e permissão de constituição de sociedades empresariais, assuntos a serem abordados no próximo tópico. No quadro a seguir, estão relacionadas as principais condições atribuídas à profissão de agente autônomo de investimentos pela ICVM 497.

Quadro 4 – ATRIBUIÇÕES E DEVERES DOS AGENTES AUTONOMOS (AAI)

Agente Autônomo de Investimento (ICVM 497)	
Relação Institucional	Preposto de integrante do STVM
Forma Jurídica	Sociedade ou firma individual exclusivamente para este fim Contrato com integrante do STVM pessoa natural
Permissões	Prospecção e captação de clientes Recepção, transmissão e registro de ordens em sistemas de negociação Comercialização de Informações e serviços oferecidos contratada.
Requisitos	
PF:	Ensino Médio no País ou equivalente no exterior; Certificação técnica (PQO, CPA20); Adesão ao código de conduta profissional; Habilitação para exercício de cargo em integrantes do sistema financeiro nacional; Judicialmente e criminalmente habilitado; Sócio de apenas uma pessoa jurídica
PJ:	Sede no país Sociedades simples, adotando qualquer das formas permitidas; Exclusiva para agentes autônomos de investimento Sócios somente agentes autônomos.
Princípios	Probidade, boa fé, ética profissional, diligência.
Segurança da Informação	Confidencialidade sob pena administrativa ou criminal Uso somente de materiais da instituição contratante (excessão para fundos de investimento) Restrições à propaganda visual, escrita e digital
Vedações	Receber diretamente \$\$ de clientes, manipulação de especie Representar clientes, mesmo digitalmente. Administração de carteira de valores mobiliários, Serviços de Consultoria ou análise de valores mobiliários Enviar para clientes extratos com informações sobre as operações e posições em aberto Contratação por outro intermediário. Atuar como Consultor CVM simultaneamente.

As principais alterações da ICVM 497/11 às regulamentações anteriores estão resumidas abaixo⁴³:

Impossibilidade de atuação simultânea como agente autônomo e analista, consultor ou gestor

Até então era permitido manter registro como Agente Autônomo de Investimentos e analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários ou administrador de carteiras de valores mobiliários. A medida teve como objetivo prevenir conflitos de interesse entre as atividades do AAI e a distribuição de produtos de investimento. Agentes autônomos também são proibidos de manter participação societária gestoras de recursos, mantendo a absoluta segregação nas atuações.

⁴³ <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20181217-3.html>

Excluiu também a permissão para sócios não AAI até o limite de 2% do capital da sociedade, se seus detentores não exercessem as atividades gerenciais ou relacionadas ao objeto social. Esta restrição foi motivada por indícios identificados pela CVM de esse regime permitir o desenvolvimento de atividades exclusivas de agentes autônomos por pessoas não formalmente habilitadas.

Exercício da atividade por meio de pessoa jurídica constituída exclusivamente por sócios agentes autônomos registrados.

A CVM também proíbe terminantemente a integração de sociedades de agentes autônomos a grupos econômicos, *holdings* e sócios PJ. Isso inclui também firmas de consultoria, análise ou gestão de recursos, porque são atividades onde pode haver *conflitos de interesse*. A intenção é evitar a possibilidade de exercício de poder econômico da instituição contratada por meio da firma de agentes autônomos.

Conflito de interesses é um cenário de diversas instâncias no qual um julgamento profissional é indevidamente analisado com base em interesses pessoais – e não os primários dos clientes. Ocorre quando se dá preferência a um interesse secundário no resultado de determinada ação profissional. Muitas vezes está vinculada à questão financeira do problema, onde uma das partes busca maximizar seu ganho, em desfavor da outra.

Este é um ponto polêmico no debate em curso atualmente, visto com mais detalhes na próxima seção. Na prática, mantém os escritórios de agentes autônomos exclusivamente com sócios pessoas naturais e não permite associação a grupos econômicos ou sócios investidores.

Delimitação especificamente comercial das atividades do AAI

A Instrução CVM 434/06 descrevia a atividade o AAI como responsável por “exercer (...) a atividade de distribuição e mediação de valores mobiliários”, uma expressão genérica e responsável por desvios de finalidade das atividades dos Agentes Autônomos de Investimento. Leva a sua extrapolação para funções para além da prospecção de clientes e distribuição de produtos.

Exclusividade de vinculação do AAI a um único intermediário.

A *regra de exclusividade* se aplica à distribuição de valores mobiliários (ações e títulos privados) por intermédio de uma única plataforma de investimentos. É permitida a distribuição de cotas de fundos de investimento por meio de outras instituições.

Responsabilidade fiscalizatória dos Intermediários.

Os intermediários têm seu poder de fiscalização dos agentes autônomos contratados ampliados. Têm a obrigação de informar à CVM indícios de atuação irregular. O compartilhamento da responsabilidade e os riscos de conflitos de interesse na terceirização destas funções, originalmente atribuída à entidade reguladora pública, no caso a CVM, suscita questionamentos sobre os limites na *autorregulação*, enquanto prática disciplinadora e prudencial no exercício das atividades da profissão.

No regime anterior da *Instrução CVM 434/06*, a atuação dos AAI estava diretamente sob a responsabilidade da Corretora para a qual eles prestavam serviços, como prepostos. Na prática, a regulamentação deixava brechas para responsabilizar os AAI diretamente por prejuízos irregularmente causados a investidores ou terceiros:

“o agente autônomo de investimento é responsável, civil e administrativamente, no exercício de suas atividades, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos atos que infringirem normas legais ou regulamentares, sem prejuízo de sua eventual responsabilidade penal” (ICVM 434/06).

A *Instrução CVM 497/11*, determina aos intermediários a responsabilidade em primeira instância perante clientes e terceiros por atos praticados pelo agente autônomo de investimento vinculado. O intermediário, portanto, tem o dever de fiscalização, sob a forma de auditorias, controles internos, identificação e apuração de irregularidades.

Quadro 5 – ATRIBUIÇÕES INTERMEDIÁRIOS

Pessoas Jurídicas - Intermediários	
Obrigações e Deveres	Verificar e formalizar a relação com os agentes autônomos de investimento Manter todos os registros pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos Responsabilização pelos atos praticados Fiscalizar ações dos AAI
	Ampla divulgação de riscos dos produtos oferecidos Auditorias de processos operacionais (em conjunto com autarquias - B3, Susep, Ancord) Identificação de conflitos de interesse

A cadeia de responsabilidades da atuação do profissional AAI tem a CVM no topo das atribuições regulatórias. A Corretora é responsável por fornecer as condições para o desempenho das atividades do agente autônomo dentro das regras e procedimentos estabelecidos pelo regulador.

Ao AAI cabe executar suas funções de acordo com estas regras e procedimentos, sob pena de multas ou até perda da licença, dependendo da gravidade da infração. Se o sentido da regulação segue a partir da entidade reguladora, passando pela corretora ou distribuidora contratada, pela empresa de agentes autônomos até chegar ao AAI, a função fiscalizatória segue o sentido inverso. Começa no AAI pessoa física e pode se estender aos demais integrantes.

Essa motivação pode ser compreendida dentro do ambiente conjuntural no momento da publicação da nova instrução. A ênfase na fiscalização como responsabilidade das contratantes e o aumento nas restrições para o AAI exercer suas atividades (fim da multipreposição, sociedade simples, vedação de sócios não AAI) sugere resposta regulatória ao ambiente pós crise de 2008.

2.3.2 Varejo Alta Renda (*Retail Bankers*)

Essa função é exercida por gerentes de investimentos, vinculados às instituições financeiras, geralmente bancos comerciais. É a função de *assessoria tradicional*, cumprida pela maioria dos profissionais de assessoria de investimentos. Eles atendem a maior parte dos clientes investidores nesse mercado de Finanças Pessoais, particularmente, os do Varejo de Alta Renda – e não do Varejo Tradicional, onde predominam depositantes de poupança.

Embora a profissão também possa ser exercida por agentes autônomos ou consultores CVM, não há legislação específica na regulamentação desta atividade como profissão. Seguem as regras e normas de conduta e requisitos mínimos, como certificações técnicas de entidades credenciadoras com exigências específicas da instituição à qual estão vinculados, em geral certificações Anbima (CPA-10, CPA-20, CFP e outras), além de formação técnica ou superior. Via de regra, não são profissionais liberais, como o AAI. Em boa parte das vezes, são gerentes 'CLT' contratados e treinados internamente para a função.

2.3.3 Private Bankers

A terceira figura encarregada de prestar serviços de assessoria de investimentos é o *private banker*. Assim como para os gerentes de Varejo de Alta Renda, não há legislação específica na regulamentação desta atividade como profissão. A atuação deste profissional é autorregulada, dirigida por códigos e diretrizes definidos pela ANBIMA.

A atividade é exercida por profissionais contratados por corretoras ou bancos de investimento, mas sua capacitação profissional, tende a colocar como exigência um diploma de Ensino Superior, não necessariamente de Ciência Econômica. Adotar certas 'etiquetas' no trato com os clientes dá preferência a profissionais que já atendam famílias ricas ou, melhor ainda, sejam integrantes delas.

Também estão sujeitos a regras e normas de conduta e exigências mínimas, devendo cumprir com requisitos técnicos mediante certificações e credenciais. O *private banker* não é regulado pela CVM, mas autorregulado por autarquia privada independente (ANBIMA) e sujeito às regras da instituição empregadora e ao Banco Central.

Quadro 6 – ATRIBUIÇÕES E DEVERES PRIVATE BANKERS

Private Banking (código Anbima)	
Permissões	Prestação de serviços bancários e financeiros e/ou de crédito; Assessoria na alocação e realocação de investimentos financeiros; Av. da situação patrimonial, perfil e objetivos de investimento, necessidade de liquidez, e risco (suitability) Consolidação de informações de diversas instituições; Planejamento financeiro, planejamento sucessório, ativos imobiliários e participações societárias, custódia qualificada Aconselhamento especializado, independentes ou da própria Instituição Participante;
Exigências	Segregação funcional e física de áreas que gerem conflito de interesse; Plano de continuidade de negócios, Ambiente alternativo para processamento em situações de contingência Código de Ética Area ou profissional de compliance - isenção do dever fiduciário Preservação das informações privilegiadas Fornecimento de informações
Princípios	Prudência, diligência, sigilo, idoneidade moral e profissional, lealdade (concorrência), equidade (condições concorrenciais).
Requisitos Mínimos	75% dos funcionários gerentes de relacionamento exclusivamente <i>private</i> certificados pelo CFP
Instituição Participante	Responsável pela atividade de Estrategista de Investimentos, certificado CFP, CGA, ou CFA ou autorizado pela CVM para atuar na administração de carteira de valores mobiliários. Profissional responsável pela análise de risco de mercado e de crédito dos Produtos de Investimento recomendados Economista

Fonte: Código Anbima *Private banking* (https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/private-banking.htm)

A instituição contratante detém a responsabilidade final por manter a qualidade operacional da atuação profissional, sujeita às exigências do código como quadro mínimo de profissionais certificados, manutenção de registros, controles internos e adequação de normas e procedimentos.

O conhecimento de Ciência Econômica não é uma exigência eliminatória, isso pode ser ensinado, o mais difícil é estabelecer o relacionamento com clientes ricos e esse sim é um critério eliminatório. Ser bem relacionado na comunidade afluenta é ponto importante na formação de uma boa carteira de clientes. Antes do conhecimento técnico, vem a confiança no profissional.

A atuação é ampla, tendo em vista os serviços oferecidos pelo *private banker* não se limitarem apenas à valores mobiliários para o público de alta renda. Este possui patrimônio a partir de R\$ 3,0 milhões, de acordo com a ANBIMA, embora grandes bancos de varejo estipulem volume de negócios a partir de R\$ 10,0 milhões.

Inclui também atividades de planejamento fiscal, tributário e sucessório, previdenciário e de seguros, emissão de relatórios de consolidação de

investimentos, inclusive de outras instituições, planejamento financeiro e constituição de veículos de investimento.

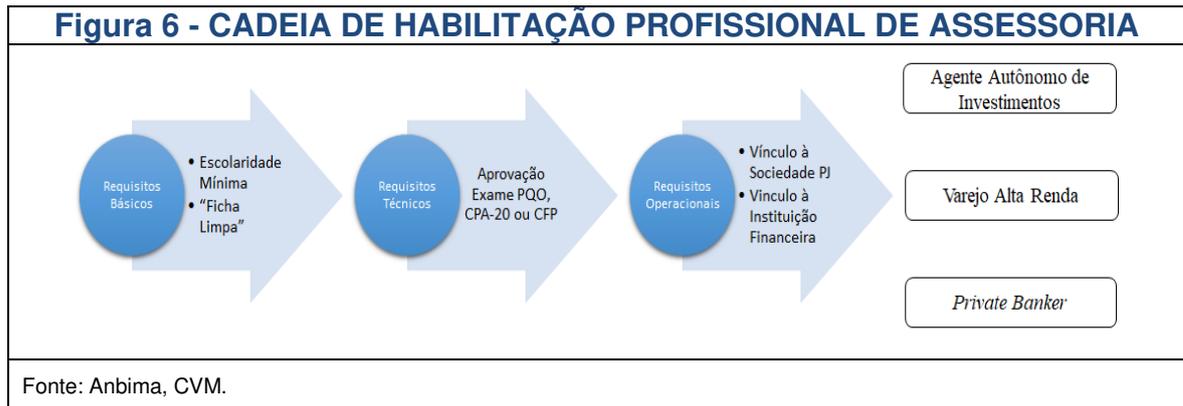
Embora haja claras distinções entre as três profissões (Agente Autônomo, Gerentes de Alta Renda e *Private Bankers*), também é possível identificar sobreposição de atividades. Estes três profissionais exercem funções de planejamento financeiro. Seus objetivos seguem roteiros semelhantes na elaboração e acompanhamento de carteiras de investimento de seus clientes.

A princípio, atendem a segmentos de clientes distintos e exercem suas profissões de maneira diferente.

Na prática, os requisitos técnicos exigidos para o exercício da profissão em cada categoria de assessor (*private*, alta renda ou AAI), bem como as atribuições da função (Figura 5), são semelhantes. A depender da forma de exercício da profissão, estão sujeitos a diferentes restrições e permissões.

Figura 5 – AAI vs. PRIVATE

	Agente Autônomo	Gerente Bancário
Descrição da atividade	Prospecção e captação; Recepção, registro e transmissão de ordens Prestação de informações sobre os produtos oferecidos e serviços.	Prospecção e captação; Recepção, registro e transmissão de ordens Prestação de informações sobre os produtos oferecidos e serviços.
Obrigações	Exclusividade com intermediário (exceto fundos); Sigilo de informação	Exclusividade total; Sigilo de informação
Responsabilidade com investidor	Representante do intermediário (cliente é do intermediário)	Representante do intermediário (cliente é do intermediário)
Remuneração	<u>Recebida da instituição</u> contratante em detrimento das operações realizadas.	<u>Recebida da instituição</u> contratante em detrimento das operações realizadas.
Certificação	Ancord	CPA-20
Contratação	Prestação de serviço	CLT



A discussão sobre o aparato regulatório tem ocupado o centro do debate envolvendo a relação entre estes profissionais e instituições. Entre os assuntos, estão as formas de associação do AAI, remuneração e condições de competição com os demais profissionais (*retail* e *private*), Sociedade Empresária, conflitos de interesse. Uma vez compreendidos os limites da lei regulamentadora da profissão, avançarei para o debate em torno da revisão e readequação das regras a realidade do mercado, na seção seguinte.

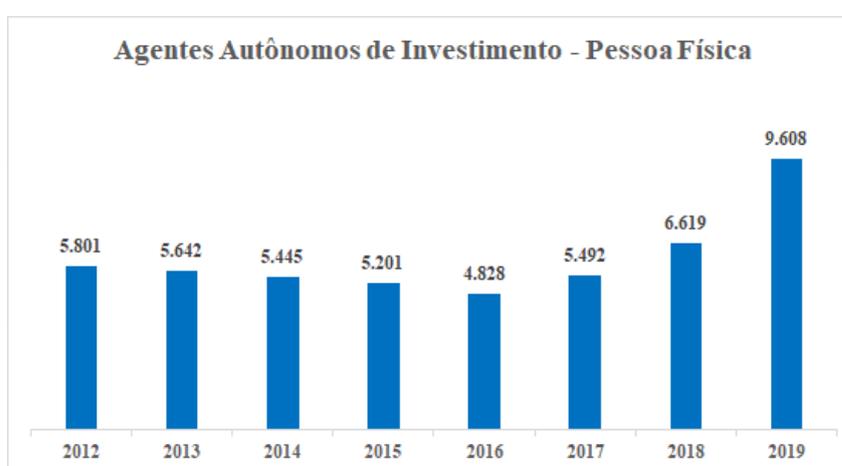
2.4 Debate em torno da revisão das regras de Assessoria de Investimentos no Brasil

Para adequar a legislação em vigor às mudanças no mercado de assessoria de investimentos nos últimos anos, a CVM abriu, em agosto de 2019⁴⁴, audiência pública para receber comentários e sugestões para possíveis alterações à ICVM 497/11.

⁴⁴ Edital de Audiência Pública Secretaria de Desenvolvimento de Mercado CVM - Nº 03/19

Como justificativa para propor o debate, a CVM destaca o crescimento acelerado no número de agentes autônomos credenciados impulsionada pela migração de profissionais de grandes bancos e profissionais de áreas afins, a expansão da demanda pelos serviços associados à profissão e o avanço do processo de digitalização das plataformas de investimentos. Novos investidores e *players* passaram a integrar este mercado, exigindo adaptações nas regras visando também contemplar as mudanças estruturais no mercado financeiro brasileiro.

Gráfico 4 – EVOLUÇÃO DOS REGISTROS DE AAI



Fonte: CVM, Boletim de Mercados; Valor Econômico

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_63_201901.pdf

Depois de um período de declínio nos registros ativos na CVM entre 2012 e 2015, a profissão do AAI voltou a crescer e encerrou 2019 com o maior número de registros dos últimos anos (Gráfico 4), crescimento de 39,4% em relação a 2018. Associado aos demais aspectos relacionados acima, as relações entre os diferentes *players* se intensificaram e justificam a revisão nas regulamentações da indústria.

Os principais pontos em pauta nos debates estão relacionados a duas questões abordadas na audiência CVM:

- i) Exclusividade de preposição vs. Multipreposição;
- ii) Sociedade AAI – Simples vs. Empresarial.

Em seguida, analisarei cada uma delas.

i) Exclusividade vs. Autonomia

De acordo com a ICVM 497/11, agentes autônomos atuam sob a responsabilidade de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários na qualidade de prepostos. São submetidos ao regime de fiscalização de atividades por parte dos intermediários para os quais prestam serviços.

Essa atuação é exercida por regime de exclusividade de preposição na distribuição de títulos e valores mobiliários, sendo permitida a distribuição de cotas de fundos de investimento de outras instituições, sempre por intermédio da sociedade jurídica à qual o agente autônomo está vinculado.

Conforme explica a CVM, a *exclusividade* atende à “necessidade de reforçar a responsabilidade dos intermediários perante seus clientes e a ampliação das atividades permitidas aos agentes autônomos de investimento”. A Instrução CVM 434/06, revogada pela atual regulamentação, permitia a um agente autônomo contratar mais de um intermediário.

A multiplicidade de vínculos dificultava o trabalho de acompanhamento e fiscalização da corretora, assim como a demarcação das fronteiras de responsabilidades entre diferentes intermediários de um mesmo assessor.

Além da razão fiscalizatória, defensores de sua manutenção alegam a exclusividade ser importante para preservar os investimentos em treinamento, formação de equipes e concessão de incentivos vinculados a metas de resultados de longo prazo.

A dissolução deste regime poderia estimular investimentos em equipes próprias, diretamente contratados pelos intermediários, em detrimento da formação de uma rede própria de agentes autônomos. Seria um *esvaziamento da profissão*.

Também é importante considerar a necessidade de manter a integridade nas informações e estruturas de controles internos, regras e procedimentos centralizados em um único agente ao invés de entre diferentes corretoras, evitando incompatibilidades e riscos operacionais.

A relação de exclusividade asseguraria maior lealdade entre os distribuidores. Permitiria mais coesão das redes e planejamento conjunto do negócio em parcerias mais estáveis ao prevenir problemas de *free-riding*⁴⁵. Asseguraria maior fluxo de investimentos e segurança em atividades de treinamento e expansão, sistemas de captação de clientes, programas de prevenção de fraudes e lavagem de dinheiro, além de um sistema de *back office* mais bem estruturado com custos menores para as atividades dos AAIs.

A *não exclusividade* aumenta o risco de judicialização de eventos relacionados a:

- i) fraudes ou descumprimento de obrigações regulatórias,
- ii) violações das obrigações fiduciárias por conta de dificuldades para implementar medidas de transparência,
- iii) menores serviços para clientes de baixo patrimônio e coexistência de diferentes acordos de comissionamento, e
- iv) incentivos para os mesmos produtos, deslocando os investimentos para o intermediário com maiores comissões.

Em resumo, manter a exclusividade na prestação de serviços de assessoria é melhor opção para os participantes do mercado, pois traz os seguintes benefícios:

- i) segurança jurídica para investimentos recorrentes em treinamento e infraestrutura;
- ii) eficiência e menor custo na distribuição, evitando a estruturação de obrigações de monitoramento e controle de atividades, com possíveis perdas de escala;
- iii) viabilização de estruturas de incentivo na formação e aceleração de novos AAI;
- iv) centralização da fiscalização e controle das atividades dos AAI em uma única instituição intermediária.

⁴⁵ “Pegar carona”, em tradução literal, do investimento por meio de outro participante em detrimento das condições contratadas junto ao agente originador.

Argumentos a favor da multipreposição destacam a evolução do mercado em si e a estrutura tecnológica atual permitir o uso de sistemas integrados para monitorar as atividades dos agentes autônomos. Isto em um sistema sem a exigência de vínculo de exclusividade a uma única corretora.

A uniformização das melhores práticas de controles internos e evolução regulatória – automatização de ordens, implementação de sistemas de controle parametrizados, auditorias⁴⁶ – facilitou a fiscalização das atividades do AAI.

“A dificuldade de constatação de má fé de um AAI no caso de operações cursadas através de vários intermediários não é uma realidade em um mercado onde todas as operações de renda variável são realizadas em uma única bolsa, que também tem responsabilidade de supervisão.” (Contribuições Abaai, 2019)⁴⁷

Outro argumento a favor da multipreposição é concorrencial. Seus defensores alegam o modelo atual poder levar a problemas de concentração de mercado, erguendo barreiras à entrada aos novos *players*. Atuando por intermédio de apenas um fornecedor, os agentes autônomos de investimentos estariam limitados a exercer essa autonomia na indicação das melhores alternativas a seus clientes.

A exclusividade aumenta o poder de mercado de corretoras maiores já estabelecidas. Neste aspecto, alega-se o atual modelo beneficiar a corretora pioneira e líder de mercado (XP Investimentos), tendo em vista esta ter criado uma ampla rede de assessores. Nesse caso, a exigência da exclusividade criou uma reserva de mercado a seu favor.

Novas corretoras teriam mais dificuldades em formar suas redes próprias, seja na criação de atrativos e condições de crescimento orgânico, seja para atrair equipes já formadas pelos concorrentes estabelecidos. Isso limitaria as vantagens competitivas dos demais ofertantes de pequeno e médio porte.

⁴⁶ Em março de 2017 foi concretizada a fusão da Cetip, BMF e Bovespa, permitindo a centralização das operações de custódia de renda fixa (crédito privado e títulos públicos – tesouro direto), mercados futuros, ações e derivativos em uma única Empresa – B3 S.A.

⁴⁷ Associação Brasileira de Agentes Autônomos, congrega 134 sociedades AAI e mais de dois mil agentes autônomos associados.

O fim da exigência de exclusividade é uma possibilidade considerada, mas ainda sujeita a diversos desdobramentos. Exige a criação de uma série de regras salvaguardas e controles: (i) cadastro; (ii) KYC; (iii) *suitability*; (iv) reportes ao COAF; (v) gravação de ordens; (vi) ressarcimento via MRP; (vii) treinamento e qualificação dos AAI; e (viii) segurança da informação e programas de integridade de dados.⁴⁸

Uma das alternativas propostas pela CVM é *segmentar o mercado* de acordo com a capitalização e tipo de instituição (multi ou mono preposição), prevendo exigências relacionadas ao porte e à estrutura para os agentes autônomos. Seria um modelo misto, onde a exclusividade poderia ser estabelecida, contratualmente, entre corretora e escritórios de agentes autônomos, mas não seria exigência regulatória, podendo ser definido contratualmente entre as partes.

Não se trata de decisão simples, tendo em vista o fim da exclusividade representar a inclusão de um agente adicional na cadeia de responsabilidades. Traz novas exigências às quais as sociedades optantes pela multipreposição deverão se submeter.

Se, por um lado, a multipreposição amplia as opções de investimentos disponíveis, por outro, gera a necessidade de investimentos em estruturas operacionais e tecnologia para seguir as novas responsabilidades legais e regulatórias. Esta seria gravação de ordens, sistemas de *backup*, enquadramentos de capital e controles internos.

A sociedade AAI sairia do ‘guarda-chuva’ de uma corretora e passaria a ser diretamente fiscalizada pela CVM. Assumiria uma posição nova como entidade do mercado financeiro brasileiro, pois deixaria de ter as mesmas responsabilidades daquelas sociedades de AAI mantidas sob o regime de exclusividade.

Quando o vínculo contratual de exclusividade é estabelecido, algumas garantias são fornecidas à sociedade de AAI, especialmente no fornecimento de

⁴⁸ KYC: *Know Your Client* (Conheça seu cliente), conjunto de informações a respeito da vida financeira do cliente; MRP: Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, instrumento de indenização para assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão dos participantes da BM&FBOVESPA.

sistemas de controle e monitoramento. Em troca, a sociedade AAI se submete a regras e supervisão integral estabelecidas pela corretora contratante.

Na ótica do assessor sócio, manter ou não a exclusividade é uma decisão entre se sujeitar a fiscalização direta da CVM ou por intermédio da corretora contratante. Conforme estabelece a ICVM 497/11, hoje não há essa possibilidade.

A decisão pelo vínculo exclusivo ou multipreposição deve ser uma opção à sociedade de AAI. Cabe à CVM delimitar quais as responsabilidades, deveres e atribuições esta mudança vai exigir para manter a integridade do sistema de distribuição de valores mobiliários no Brasil.

ii) AAI Sócio vs. AAI Associado

A sociedade simples é único regime societário permitido pela CVM às sociedades de agentes autônomos. Essa foi uma maneira encontrada para manter a personalidade dos AAI, tendo em vista estas sociedades admitirem somente pessoas naturais como sócios, no caso apenas aqueles credenciados para o exercício da profissão.

Conceitualmente, a característica definidora da sociedade simples não é seu regime de responsabilidade ou a estrutura do seu quadro de sócios, mas o fato de ser uma sociedade não empresária. Ela tem por objeto o exercício de uma atividade de natureza exclusivamente intelectual, científica, literária ou artística. Os próprios sócios são responsáveis por desenvolver a atividade fim do objeto social.

A natureza uni profissional da sociedade de agentes autônomos indica que as suas atividades finalísticas, quais sejam, aquelas previstas nos incisos do art. 1º da Instrução CVM 497, não podem ser desenvolvidas por pessoas que não sejam os seus sócios (Ofício Circular CVM 04/2018-VM SMI).

O modelo do regime simples carrega uma série de restrições, como a limitação no número de sócios e faturamento anual máximo de até R\$ 4,8 milhões. Não é possível à sociedade de AAIs admitir sócios pessoas jurídicas ou não credenciados, impossibilitando a entrada de sócios capitalistas ou gestores profissionais no quadro societário.

Não é permitido o exercício de atividades secundárias na sociedade de agente autônomo de investimentos, sua atividade é unicamente aquela descrita na ICVM 497, conforme visto anteriormente (Quadro 6).

É possível a contratação de agentes autônomos como funcionários ou sócios de empresas envolvidas em outras atividades (corretoras de seguros ou correspondentes cambiais, por exemplo), contanto sejam operações segregadas.

O total de ativos e quantidade de clientes atendidos pela sociedade de AAI assim como, capilaridade, estrutura operacional, qualidade dos profissionais e quantidade de agentes autônomos vinculados é elemento chave para uma boa negociação de condições comerciais junto à corretora contratante. A incapacidade de receber investimentos de sócios, exclusivamente capitalistas ou gestores não credenciados, seria um limitador na capacidade de melhor estruturar e expandir os serviços prestados.

Além disso, a expansão das operações da sociedade exige a entrada de novos agentes autônomos, significando na prática, a entrada de novo sócio, em geral minoritário (associado). Isso representa uma desvantagem frente a outros tipos de vínculo, mais flexíveis, como é o caso dos profissionais de investimentos em atuação nos bancos (*retail e private bankers*).

Na regulamentação do mercado de valores mobiliários brasileiro, somente os auditores independentes e os AAI estão obrigatoriamente submetidos ao tipo societário da sociedade simples. A sociedade de AAI é a única sujeita à exigência de ter seu quadro societário composto apenas por indivíduos credenciados (Contribuições B3 – SDM03/19).

O principal objetivo da CVM ao admitir somente sociedades simples para AAI pessoas jurídicas com participação restrita a AAI credenciados no quadro societário para o exercício da atividade, tem como fundamento impedir o exercício da atividade por pessoas não autorizadas.

O debate sobre o modelo atual de associação se pauta pela expansão no número e no porte das sociedades de AAI, incompatível com a vedação à

constituição de AAI pessoa jurídica sob a forma de sociedade empresária. A entidade reconhece a possibilidade de se admitir agentes autônomos sob a forma de sociedade empresária como uma opção, resguardando a manutenção da atuação nos moldes vigentes e a convivência de duas formas de sociedades, simples e empresarial. Incluiu o tema no edital de audiência revelando as seguintes preocupações:

- como evitar a atuação de profissionais não credenciados no exercício da atividade fim de um AAI;
- como compatibilizar sociedades empresárias e o regime de responsabilidade;
- quais as alternativas de segmentação entre sociedades simples e sociedades empresárias.

Para tanto algumas medidas são sugeridas entre as contribuições apresentadas à audiência pública:

- (i) AAI devem dispor de políticas e controles internos para evitar sócios não credenciados exercer a atividade fim – distribuição de valores mobiliários;
- (ii) impedir o exercício de atividades potencialmente conflitantes como administração de carteira, consultoria e análise;
- (iii) exigir o controle societário, direto e indireto ser detido exclusivamente por AAI credenciados.

Outro aspecto relacionado ao tipo de sociedade de AAI também diz respeito à contratação de novos agentes autônomos ser obrigatoriamente por meio de associação, quando este detém um percentual mínimo de cotas da sociedade para formalizar sua atuação junto à instituição contratante. Em raras ocasiões o AAI é diretamente contratado pelas corretoras. Na prática, o agente autônomo pessoa natural não é profissionalmente viável se não estiver vinculado a uma sociedade AAI.

A exclusividade e o tipo societário são assuntos relacionados, dificilmente adotar mudanças em um deles não terá reflexos no outro. Caso seja implementado

um modelo de multipreposição e exclusividade voluntária, será preciso fornecer condições para as sociedades AAI captarem recursos para investimentos em melhorias de processos e sistemas. Do mesmo modo, caso a sociedade empresarial seja permitida, a exclusividade pode limitar a atratividade de sócios investidores pelas sociedades AAI.

2.5 Dinâmica da Profissão de Agente Autônomo de Investimentos

Para uma avaliação estrutural da indústria de investimentos financeiros pessoais no Brasil a ferramenta empregada para auxiliar a compreensão segue o modelo de 'cinco forças competitivas' (PORTER, 1996).

Trata-se de um esquema analítico para avaliar como as forças dos diferentes *players* do mercado perseguem seus interesses por meio de intervenções, barganhas, acordos e barreiras (BASTOS, 1997). Por meio deste mapeamento pretende-se qualificar como a intensidade destas forças interfere no dinamismo setorial e quais caminhos estão sendo traçados para o futuro da profissão.

1ª Força Competitiva – Rivalidades: Intensidade da competição entre os *players* atualmente estabelecidos na indústria de investimentos financeiros pessoais.

Os profissionais de *private e retail banking*, em maioria empregados de instituições bancárias são maioria, mas o crescimento da profissão de agentes autônomos vem reorganizando as relações do setor e a rivalidade se intensificando.

2ª Força Competitiva – Clientes: Determinantes dos aspectos sensíveis ao cliente – custos, serviços e percepção de valor. O perfil do investidor obtido a partir do *suitability* é central na qualificação da carteira deste investidor, quando na realidade são os aspectos socioeconômicos do cliente e a fase do ciclo econômico prevaletentes na postura a ser adotada na carteira de investimentos.

O objetivo é entender como a proposta de valor dos agentes autônomos tem sido percebida como superior à de seus concorrentes pelos clientes pessoa física. Seria devido à maior especialização em habilidades práticas ou ao conhecimento analítico superior, baseado em teorias e conceitos da Ciência Econômica?

3ª Força Competitiva – Fornecedores: Aspectos importantes na determinação do poder de distribuição de produtos financeiros.

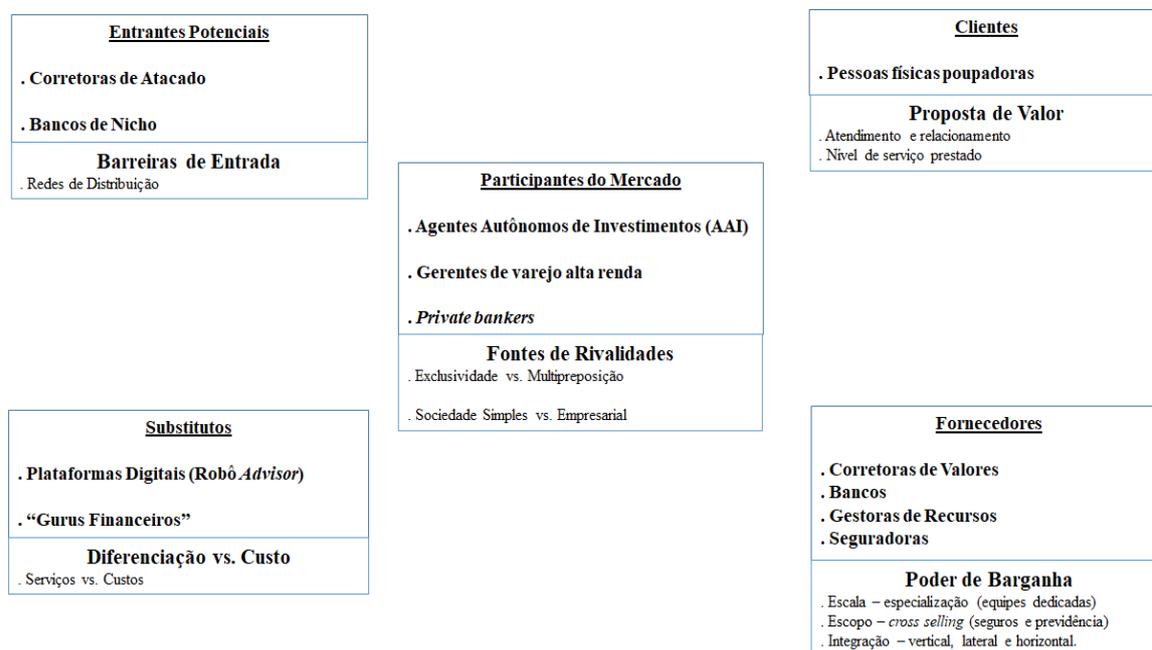
Em se tratando de valores financeiros, onde não se negocia um produto fisicamente, mas atributos abstratos (rendimento, risco, prazos), a forma de se auferir e distribuir as receitas é fundamental para o estabelecimento de parcerias entre as plataformas de investimento. Engloba principalmente as instituições cujos produtos são distribuídos por meio das plataformas das corretoras – Bancos, Gestoras de Recursos, Consultorias, Seguradoras, entidades de previdência privada.

4ª Força Competitiva – Substitutos: Ameaças de substituição e custos/benefícios associados.

São todas aquelas fontes alternativas para se obter os resultados da assessoria capazes de atrair o cliente em substituição aos serviços do assessor de investimentos. Neste sentido, estes substitutos podem ser outros profissionais como consultores de investimento ou o próprio cliente autodidata, operando para si mesmo por meio de plataformas digitais de autosserviço financeiro (*robot advisor, home broker*).

5ª Força Competitiva – Entrantes Potenciais: É possível a entrada de novos participantes de mercado. São capazes de acirrar as rivalidades correntes ao introduzir alternativas não exploradas pela concorrência, como corretoras de atacado, *fintechs* ou bancos de nicho.

Figura 7 – COMPETIÇÃO NO MERCADO DE ASSESSORIA DE INVESTIMENTOS



Fonte: Adaptação Porter Michael E., 1996.

Partindo desta sistematização, é possível avançar na apresentação dos elementos concretos em ação na determinação da intensidade de cada força competitiva. O objetivo será discutir como os movimentos em curso podem reforçar a hipótese de *o acesso a serviços de assessoria de investimentos atuar de maneira importante nas posturas adotadas pelo investidor pessoa física*.

2.6 Entrevistas com Profissionais

Para estabelecer contato entre a frieza do normativo, “o morno” do modelo de forças competitivas e a ebulição dinâmica da realidade, entrevistei alguns profissionais de assessoria de investimentos.

As entrevistas foram realizadas com nove assessores de investimentos (três de cada profissão: *Private*, Alta Renda e Agentes Autônomos) e foram abordadas questões pertinentes ao tema e assuntos abordados nesta Tese (anexo 1). As entrevistas foram divididas em três blocos de três questões:

- Autopercepção: avaliação da trajetória do assessor, formação acadêmica, como adquiriu conhecimento prático, origem socioeconômica dos

clientes e abordagem de *prospects*. **Hipótese em teste:** *O suitability indica um perfil subjetivo da personalidade do indivíduo (conservadora, moderada ou agressiva), mas elementos objetivos como renda, nível educacional, experiência e patrimônio determinam, de fato, a postura adotada no momento da alocação.*

- Cientes, perfil e comportamento: entender como o assessor identifica seus clientes, se há padrões ou homogeneidade no comportamento em diferentes fases do ciclo econômico e se é possível atendê-los de acordo com o *suitability*. **Hipótese em teste:** *O momento do ciclo econômico pode influenciar na adoção de posturas mais agressivas em fases de expansão ou mais conservadoras na retração. Há diferença entre **ser** conservador/agressivo e **estar** conservador/agressivo.*

- Mercado Brasileiro de Assessoria de Investimentos: coloca-se a profissão do assessor sob perspectiva dele próprio: como percebem riscos e oportunidades para este profissional e como avaliam a evolução do acesso a produtos e serviços financeiros durante sua vivência na profissão. **Hipótese em teste:** *O acesso a serviços de assessoria influi diretamente nas posturas adotadas pelos clientes, podendo realizar investimentos diferentes dos esperados, dado seu perfil, obtido no suitability.*

A aplicação das entrevistas seguiu o Método de Substituição (Kahneman, 2012), quando uma pergunta alvo objetiva de difícil resposta é substituída por uma pergunta emocional com o objetivo de evitar respostas heurísticas, isto é, respostas-padrão prontas (ou lugares-comuns) para perguntas inquietantes e difíceis. Dado o conteúdo das perguntas e os temas relacionados a opinião pessoal do entrevistado sobre o seu próprio trabalho, em uma espécie de autoavaliação, este método pareceu apropriado para obter uma resposta sincera e legítima. Quando forem apresentados os quadro-destaque das entrevistas realizadas, a técnica empregada ficará mais clara. Elas serão encaixadas de acordo com as forças competitivas do modelo de Porter, conforme cada seção pertinente a seguir.

2.6.1 Clientes

O primeiro contato entre cliente e um profissional de assessoria qualificado e certificado assemelha-se a uma consulta médica, com a diferença de o ‘órgão’ em avaliação ser o ‘bolso’ do investidor.

Nessa consulta inicial, o assessor vai obter as principais informações pessoais do indivíduo e de seu patrimônio: idade, nível de escolaridade, origem da renda, propriedade de imóveis, aplicações financeiras, seguros, planos de previdência, dívidas, dependentes e situação de saúde. A partir destes dados, obtidos por meio de uma reunião presencial de ‘*anamnese financeira*’, o assessor consegue avaliar a capacidade e tolerância ao risco do cliente.

2.6.1.1 *Suitability*

A tradução literal do termo *suitability* significa ‘adequação’. Após a aprovação do cadastro na instituição de investimentos, o perfil do investidor é verificado por meio de um questionário teste e o resultado obtido é usado como referência para *adequação* ao produto ou serviço correspondente.

Em setembro de 2011, a IOSCO⁴⁹ através do documento “Objetivos e Princípios” recomendou a regulação exigir a divulgação das informações necessárias para a *adequação* de um investimento coletivo para um investidor particular. Destacava a “necessidade de normatizar as responsabilidades dos intermediários em verificar se o investimento oferecido se enquadra no perfil do investidor”.⁵⁰

Essa medida veio para prevenir investidores individuais de investir em veículos coletivos sem o pleno conhecimento dos riscos associados. Uma resposta às consequências da crise *subprime*.

⁴⁹ IOSCO: *International Organization Of Securities Commissions*; Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários. Criada em 1983 a partir de uma associação interamericana fundada em 1978, a IOSCO conta hoje com representantes de mais de 100 países cobrindo quase a totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial. A organização tornou-se o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores e derivativos, sendo reconhecida hoje como o standard setter internacional em matéria de mercado de capitais. A CVM é membro fundador da IOSCO e participa de vários comitês, grupos de trabalho, bem como do Conselho Diretivo (IOSCO Board). Fonte://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html

⁵⁰ <https://lec.com.br/blog/revista-lec-suitability-no-brasil-um-processo-em-fase-de-amadurecimento/>

As perdas decorrentes dos efeitos desta crise afetaram investidores no Brasil e o aumento nas reclamações de prejuízos de clientes iniciantes, amadores e com restrito conhecimento no mercado de investimentos. Suas reivindicações se somaram às recomendações de entidades e associações privadas no sentido de providenciar proteção ao pequeno investidor.

No Brasil, a Instrução CVM 539/13 regulamenta o *suitability*. Determina às pessoas habilitadas, entre elas os assessores de investimentos, não poderem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem verificar a *adequação* ao perfil do cliente. Tornou obrigatória a aplicação do processo de *suitability*. Ele fornece os parâmetros para guiar as instituições na identificação e avaliação do perfil do investidor:

- (i) situação financeira compatível com o produto, serviço ou operação;
- (ii) formação acadêmica e conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação;
- (iii) liquidez disponível, familiaridade com Finanças Pessoais, objetivo e experiência prévia em investimentos;
- (iv) renda e meio de obtenção, composição do patrimônio e necessidade futura de recursos.

Via de regra são empregados questionários onde se pretende capturar estes parâmetros e com isso obter a sensibilidade do investidor a perdas para classificá-lo no *perfil conservador, moderado ou agressivo*, ou categorias assemelhadas. A partir daí é possível enquadrar os investimentos disponíveis conforme a classificação do produto.

A “regra de bolso” determina a volatilidade recomendada para o perfil não ser superior a 1,0% ao ano em relação ao índice de referência utilizado. Em geral, este é o CDI, mas pode ser o índice de inflação, índice da bolsa ou até mesmo o rendimento da caderneta de poupança.

- **Conservador:** *alta sensibilidade e baixa tolerância à perdas*. Em tese, está disposto a renunciar rendimentos maiores em troca de manter seu capital livre de perdas.
- **Moderado:** *tolerância e sensibilidade média à perda*. Pode apresentar frustração com rendimentos abaixo do esperado. Volatilidade entre 1,0% a.a. até 3,0% a.a.
- **Agressivo:** *maior tolerância às perdas*, inclusive ao risco de perder parte do capital. Aceita volatilidade acima de 3,0% e busca rendimento esperado extraordinário, significativamente, acima da média do mercado.

Este perfil deve incluir a avaliação e a classificação do cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas. A responsabilidade de aplicação das obrigações de *suitability* é da corretora. É ela quem vai aplicar, acompanhar e monitorar o enquadramento do perfil à categoria de risco.

O método de enquadramento, na verdade uma *regra de bolso*, tem um vício fundamental: procura inferir um aspecto subjetivo, psicológico e emocional – a capacidade e tolerância ao risco – a partir de um reducionismo objetivo de um padrão de comportamento ao “perfil de risco”. É como se o mercado fosse uma combinação de três personalidades definidas e bem delimitadas.

Acredita-se ser possível com isso enquadrar características subjetivas aos critérios objetivos como *diversificação de portfólio face ao risco de volatilidade, rentabilidade e liquidez*. São necessários para atingir metas financeiras possíveis de acordo com as restrições pessoais do investidor.

A objetividade dessa aproximação do perfil do investidor parece simplificar bastante o trabalho do assessor. Por um lado, possibilita encontrar o produto cujas características de prazo, liquidez, risco e rendimento são compatíveis com o perfil. Por outro lado, mostra-se pouco aderente em momentos de euforia e *rally* de mercado ou em situações de crise ou estagnação.

Os entrevistados foram unânimes ao reconhecer a importância deste primeiro contato pessoal com o cliente. Eles reconhecem o *suitability* fazer parte do

processo, mas alertam a compreensão profunda da *situação e personalidade do cliente* ser fundamental para obter visão plena de qual a sua capacidade e tolerância ao risco.

Quadro 7 – ENTREVISTAS COM PROFISSIONAIS - TEMA SUITABILITY

Tema: <i>Suitability</i>
Perguntas Alvo: Quais estratégias comerciais adotadas na abordagem de novos clientes? Qual a relevância do perfil de investidor (grau de aversão ao risco) e da renda e/ou patrimônio financeiro no momento da alocação?
Pergunta Heurística: Descreva como é o processo para sugestão de investimentos.
Respostas em destaque:
"É necessário investir muito tempo para entender de onde veio [o patrimônio] e qual é o objetivo daquele recurso. Alinhar expectativas."
Gerente <i>Private</i> 1
"O <i>suitability</i> é necessário para o <i>compliance</i> , mas conversar com o cliente é fundamental para entender suas expectativas e objetivos. Reuniões pessoais dilapidam a informação bruta do perfil."
Gerente <i>Private</i> 2
" <i>Suitability</i> é um algoritmo, uma recomendação de produto obtida por um questionário muito restrito."
Gerente Alta Renda 1
"Não aborda a experiência e é direcionado."
Gerente Alta Renda 2
"Clientes confundem seu desconhecimento com conservadorismo e se auto-rotulam avessos ao risco."
"O questionário é sugestável."
Agente Autônomo de Investimentos 1

O problema é o *risco*, isto é, volatilidade do retorno esperado, ser uma medida obtida a partir de dados passados. Já o *retorno esperado* é baseado em expectativas quanto ao futuro ainda não confirmadas. Elas são estimadas de acordo com a regularidade do passado ao presente, extrapolada para o futuro. Isto será verdade em caso de não ocorrer nenhuma mudança conjuntural ou estrutural.

Diante de eventos extremos e inesperados ("cisnes negros") e seus efeitos sobre os mercados financeiros, o retorno esperado pode ser bastante diferente do retorno efetivamente apurado. No Brasil, as evidências destes efeitos têm desafiado a rigidez dos enquadramentos de perfis do investidor nas oscilações recentes do ciclo econômico.

No gráfico abaixo à esquerda é possível constatar a evolução do ciclo recente de investidores pessoa física registrados na B3. A partir 2017, até julho de 2020, houve acentuado crescimento de 620 mil CPFs para 2,8 milhões de pessoas

físicas cadastradas na Bolsa. O número de 2018 (+/- 800 mil) dobrou em 2019 (+/- 1,6 milhão) e dobrou, novamente, em novembro de 2020 (+/- 3,2 milhões).



Fonte: <https://br.investing.com/indices/bovespa-historical-data>

O gráfico acima mostra a evolução do índice Bovespa plotado sobre a quantidade de CPFs ativos no cadastro de investidores da Bovespa (atual B3) para o período entre 2002 (ano da primeira regulamentação dos agentes autônomos) e 2020. Neste período mais extenso nota-se os ciclos de alta sendo acompanhados pela evolução no número de pessoas físicas na B3, mas nada comparado ao crescimento acelerado nos últimos três anos. Isso não pode ser explicado apenas pelo ciclo recente de alta no índice, apesar de isso ser parte da razão.

Será a evolução institucional do mercado, descrita nas páginas anteriores, ter contribuído para esta aceleração? Ou foi apenas a fuga de investimentos em renda fixa, devido à queda da taxa de juro básica, ter levado a essa presença massiva de investidores novos na bolsa de valores?

O fato é essa nova realidade de busca por investimentos em renda variável (ações) ter trazido novos desafios à indústria de investimentos financeiros pessoais. Esse aumento de 46,1% em pouco menos de 4 anos (68,0% em 7 meses) aumentou significativamente a demanda por serviços de assessoria para auxiliar na escolha de ações.

Por sua vez, a entrada de novatos na bolsa trouxe desafios relacionados a forma de lidar com esse público. Como identificar as mudanças promovidas pela entrada significativa de pessoas físicas na bolsa em tão curto tempo?

No transcorrer de 2019, o mercado de ações brasileiro registrou recordes na alta das cotações, descolada dos fundamentos microeconômicos, setoriais e macroeconômicos. As razões para esta alta são motivadas pela fuga dos investidores da renda fixa, devido à queda nos juros nominais, mas também explicada pelo crescimento das plataformas abertas de investimentos.

A maior parte dos novos investidores, desde o fim de 2018, entrou para não ficar de fora das oportunidades. Ao 'entrar na alta' desfrutou brevemente da "sorte-do-iniciante", mas pagou um preço alto, isto é, teve grande perda quando veio a abrupta queda no fim do primeiro trimestre de 2020.

A "sorte-do-iniciante" é comprar ações baratas frente às cotações pelas quais são vendidas mais adiante. Pode ocorrer também após a forte desvalorização. Em ambos os casos, podem ter adotado posturas em desacordo com seu perfil de investidor por influência de assessores ou em função do momento do ciclo econômico. Difícil é acreditar tantos brasileiros de perfil agressivo terem surgido em tão pouco tempo, ou seja, subitamente.

As entrevistas revelaram serem comuns os casos de mudanças de perfil em momentos de euforia ou pânico. Investidores tidos agressivos ou moderados se tornam conservadores, quando submetidos a situações agudas de *stress* por apresentar oscilações não previstas. Da mesma forma, investidores conservadores se tornam mais propensos ao risco em fases ascendentes do ciclo com tendência firme de alta das cotações dos ativos.

Quadro 8 – ENTREVISTAS - TEMA CICLO vs. PERFIL

Tema: Aderencia do perfil e ciclo econômico

Pergunta Alvo: Ao longo de sua vivência como assessor percebe(u) mudanças de características psicológicas ou padrões de comportamento predominantes entre os clientes em fases macroeconômicas de reversão de expectativas e crises financeiras?

Pergunta Heurística: Como se comportaram seus clientes em crises ou momentos de euforia quanto a postura de risco ?

Respostas em destaque:

“Forçar o perfil tem sido algo bastante comum nos últimos anos.

Não só por conta de crises, mas por causa da nova realidade de taxas de juros.”

Gerente *Private* 1

“O verdadeiro perfil do investidor só é conhecido mesmo depois de algum tempo da realização.”

Gerente Alta Renda 1

“Clientes mais experientes não entram em pânico ou se deixam levar por euforia.

Esses momentos testam o trabalho construído.”

Gerente Alta Renda 3

“Eventos de alta de ativos geram uma procura por risco de retardatários pedindo para mudar de perfil.”

Agente Autônomo de Investimentos 2

Para contornar esse inconveniente, AAI ponderam as carteiras dos clientes pela adequabilidade quantitativa, quando mantém recomendações de investimento. Embora não sejam adequadas ao perfil, são combinadas com outras estratégias apropriadas a outros perfis, de maneira a manter o equilíbrio a carteira global enquadrada na categoria de risco.

Vimos no capítulo 1, entretanto, a assimetria entre o sentimento de perda e ganho, quando observamos o viés heurístico da aversão à perda pela ótica da Economia Comportamental. Uma carteira ponderada pela relação risco e retorno entre seus ativos pode manter o enquadramento do perfil de risco, no entanto, um prejuízo isolado pode incomodar mais em relação aos ganhos globais.

2.6.1.2 Perfil do investidor brasileiro

Embora na cultura ocidental o assunto “dinheiro” (ou Finanças Pessoais) seja um tabu, um assunto sobre o qual muitos evitam falar, inclusive os professores de Ciência Econômica, a forma como as pessoas usam seu dinheiro pode dizer muito a respeito da personalidade. Conhecer e entender os problemas da relação

psicológica com o dinheiro é fundamental para definir a conduta ideal na administração do patrimônio financeiro.

Para entender melhor “o brasileiro investidor”, a ANBIMA realizou a pesquisa *Raio X do Investidor Brasileiro*⁵¹, em parceria com o Instituto Datafolha. Procurou identificar os hábitos de poupança e de investimento dos brasileiros.

O estudo utiliza dados de 2019, coletados por meio de entrevistas com 3.433 pessoas acima dos 16 anos das classes A, B e C em 149 municípios. Englobou desde pequenas cidades com 8 mil habitantes até São Paulo com 12 milhões. Apresenta tipos de comportamento dos investidores e da população adulta em relação ao dinheiro.

A pesquisa combinou perguntas com múltiplas opções, estimuladas e abertas sobre o tema dinheiro. Tinha o objetivo de identificar as primeiras impressões das pessoas sobre o assunto e medir a incidência de determinados tipos de comportamento.

A respeito de investimentos, formação de riqueza e poupança, a pesquisa apresentou as seguintes constatações:

- (i) grande parte (42%) dos recursos economizados em 2019, foram destinados a produtos financeiros;
- (ii) investidores detém conhecimento sobre finanças significativamente melhor em relação aos não investidores (Metodologia “*Big Three*” empregada para medir o conhecimento sobre conceitos básicos de economia e finanças)⁵²;
- (iii) a maior parte (52%) da população entrevistada não conhece nenhum produto financeiro, sendo a poupança o produto mais lembrado entre aqueles com conhecimento de pelo menos um produto financeiro (38% dos 48% restantes);

⁵¹ https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm

⁵² Lusardi e Mitchell (2011).

- (iv) 84,2% dos brasileiros investem na poupança. Cerca de 32% pretendem guardar todo ou parte de seu dinheiro na caderneta de poupança, seguido de longe por títulos públicos (4%), Ações (4%) e fundos de investimento (4%). Neste caso chama a atenção da evolução das ações e títulos públicos em relação a 2018, quando eram superados por previdência privada e títulos privados;
- (v) a maior parte (48%) ao poupar tem como objetivo manter reserva de segurança financeira;
- (vi) o gerente do banco ou assessor são a referência para obter informações sobre produtos financeiros, 40% preferem estes profissionais. Destaque para fontes de informação - sites de notícias, blogs e fóruns especializados em finanças e investimentos (32%), predileto entre jovens de 25 a 34 anos (42% dos investidores). Chama a atenção a queda (de 20% para 16%) nas menções às consultorias de investimento;
- (vii) Maior parte (71%) realizam suas aplicações e investimentos pessoalmente, no banco. Sites de corretoras de investimento ainda são apenas 6%;
- (viii) “poupar” é visto como fazer depósitos de poupança, tendo em vista adquirir a casa própria, objetivo de 35% dos investidores;
- (ix) o tempo médio de manutenção das aplicações é de 9 anos, sendo os depósitos de poupança aquele investimento de maior tempo (11 anos) e os títulos públicos mantidos por menor período;
- (x) Entre os não investidores (56%), imensa maioria (88%) conta com a Previdência Social como a principal fonte de sustento atual e esperado no futuro.

É bom lembrar: a média da renda do trabalho gira em torno de R\$ 2.300 e a mediana é cerca da metade desse valor. Os 10% mais ricos ganham acima de R\$ 5.000 e os 5%, acima de R\$ 10.000. O 1% mais rico recebe, em média per capita, cerca de três vezes esse valor.

O estudo aponta a dificuldade para os pobres brasileiros lidar com o orçamento pessoal. Há a crença de o investimento inicial exigir muito dinheiro. Este é considerado o maior entrave para o baixo nível de planejamento de poupança pelo arquétipo “o brasileiro”.

O desafio dos agentes autônomos de investimentos é ajudar a alocação melhor do dinheiro de quem já investe. Dadas a baixa renda e a falta de Educação Financeira, 88% dos brasileiros com depósitos de poupança também a veem como fosse uma conta corrente sem cobrança de tarifas bancárias e sem pagamento de imposto sobre rendimentos.

A pesquisa chama atenção para a importância da figura do profissional de mercado, destacando-o como agente central no processo de coleta de informações e tomada de decisão dos investidores. Isto apesar das virtuais facilidades digitais à disposição dos clientes ter apontado a importância do contato profissional presencial na decisão de investimentos financeiros.

Ao assessor cabe conhecer mais a fundo a sociedade brasileira, do ponto de vista socioeconômico. Para isso, o conhecimento mais profundo de Ciência Econômica é relevante.

O perfil do *brasileiro* é múltiplo, indefinível e extremamente diverso. De acordo com a PNAD do IBGE, em junho de 2020⁵³, a população estimada do país somava 210,9 milhões de pessoas. Deste total, cerca de 173,9 milhões em idade para trabalhar (PIA), mas pouco mais da metade, 96,1 milhões (55,3%) estavam de fato na força de trabalho, ou seja, 77,8 milhões (44,7%) estavam fora da população economicamente ativa (PEA).

⁵³ <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/27946-divulgacao-semanal-pnad-covid1.html>

Tabela 3 - DISTRIBUIÇÃO POPULACIONAL POR OCUPAÇÃO**DISTRIBUIÇÃO POPULACIONAL POR OCUPAÇÃO**

BRASIL			
210.869		JUN./2020	
PIA*			
173.918		82,5%	
FORÇA DE TRABALHO			
INSERIDO		FORA	
96.138	55,3%	77.781	44,7%
PEA	OCUPADOS		DESOCUPADOS
	83.347	86,7%	12.791 13,3%
CLT	30.154	36,2%	
INFORMAL	8.639	10,4%	
PÚBLICO	12.360	14,8%	
EMPREGADOR	3.955	4,7%	
OUTROS	28.239	33,9%	

Fonte: Ipeadata

*PIA: População em idade adulta

Cerca de 83,4 milhões de pessoas (86,7% da PEA) estavam ocupadas e 12,8 milhões (13,3%) desocupadas. Dos ocupados, 36,2% são trabalhadores formais CLT, 14,8% funcionários públicos, 10,4% de trabalhadores informais e apenas 4,7%, cerca de 3,9 milhões de pessoas empregadores de mão de obra.

Trabalhadores formais do setor privado são maioria, enquanto “empregadores” constituem uma minoria. A grande maioria da população, no entanto, é dotada apenas da força de trabalho como principal meio de geração de renda e riqueza.

Conforme veremos no capítulo seguinte, a maior parte dos declarantes do imposto de renda no Brasil auferem seus rendimentos por meio do trabalho. Seus reajustes salariais não seguem as mesmas regras de valorização do capital e outras fontes de geração de riqueza.

A origem da renda deve ser levada em conta quando na definição da postura a ser adotada na carteira de investimentos sugerida. Contempla a possibilidade de diminuição ou interrupção dos rendimentos auferidos pelo trabalho em caso de desemprego.

As entrevistas ajudaram a entender a origem social e se há homogeneidade (ou não) entre os clientes do ponto de vista comportamental e socioeconômico. Interessante é destacar a convergência das respostas para a mesma categoria de profissionais, mas divergência entre as respostas dos profissionais de diferentes categorias.

Boa parte dos clientes do Varejo de Alta Renda dos gerentes bancários são oriundos da própria instituição. Aqueles mais experientes mantiveram clientes mesmo mudando de instituição.

No caso dos gerentes *Private*, muitos são oriundos de famílias ricas e começam suas carteiras literalmente dentro de casa. Para ambos, o respaldo do banco ou instituição tradicional onde atuam, facilita o trabalho de prospecção.

No caso do Agente Autônomo de Investimentos, as iniciativas de prospecção são de 'guerrilha', por meio de palestras, promoção de eventos, listas frias e indicações orgânicas. Têm de "ir à luta" na vida profissional autônoma.

A percepção dos assessores da Alta Renda e Agentes Autônomos de Investimento foi semelhante quanto a haver um perfil comportamental homogêneo entre os clientes. Apontou para o conservadorismo excessivo e o baixo nível de Educação Financeira como sendo o padrão esperado.

Entre os gerentes *Private*, chamou atenção a percepção de o cliente entender melhor o conceito de risco. Por isso, têm maior facilidade de compreensão de estratégias e produtos moderados ou agressivos.

Quadro 9 - ENTREVISTAS COMPORTAMENTO vs. PERFIL SOCIOECONÔMICO

Tema: Perfil Comportamental e Origem Socioeconômica dos Clientes
Pergunta Alvo: Como formou sua carteira atual? De onde vieram seus clientes? Você considera haver um perfil do cliente investidor 'típico' do investidor brasileiro?
Pergunta Heurística: Qual a origem dos seus clientes? Qual seu cliente 'padrão'?
Respostas em destaque:
"Famílias são uma boa fonte de referência, junto com os amigos, para prospecção."
"O perfil mais educado permite melhor compreensão do finanças. O cliente entende rápido."
Gerente <i>Private 2</i>
"O cliente em geral não tem educação financeira, busca retorno superior sem conhecimento suficiente dos riscos."
Gerente Alta Renda 1
"O cliente padrão é muito conservador, não acompanha o mercado como deveria e se importa demais com o rendimento."
Gerente Alta Renda 2
"Na dúvida assumo o cliente ser conservador, mesmo com perfil diferente disso."
"Nunca quer perder e sempre quer comprar"
Agente Autônomo de Investimentos 1
"O cliente padrão é homem com idade entre 25 a 50 anos, classe média alta e que investe no banco."
"Em geral é sua primeira experiência fora do banco, tem nível superior mas conhecimento de educação financeira básica"
Agente Autônomo de Investimentos 2

2.6.1.3 Carteira Sugerida

Voltando ao processo de método de gestão dos investimentos do cliente, uma vez realizada a coleta de informações e determinado o perfil de investidor por meio do *suitability*, os requisitos iniciais estão cumpridos e é possível preparar a carteira. O desafio é desenvolver um planejamento em longo prazo a partir de uma carteira sugerida inicial, capaz de conciliar as condições e necessidades atuais do indivíduo com sua renda e necessidades futuras.

Gráfico 6 - CARTEIRAS POR PERFIL – DESEMPENHO JAN./2018 A DEZ./2019



Fonte: <https://verios.com.br/>

O gráfico acima revela esse desafio. Nele, estão representadas três carteiras padrão classificadas de acordo com a volatilidade (risco) correspondente a cada um dos perfis, comparados ao *benchmark* (CDI).

Embora o *perfil agressivo* represente risco maior ao do *perfil moderado*, o rendimento do perfil intermediário foi superior ao registrado pela carteira de perfil mais arriscado. Esta constatação não é exceção, especialmente quando consideradas as instabilidades e distorções observadas no mercado financeiro brasileiro no período mais recente.

Este é um dos motivos pelo qual a CVM impõe a revisão do perfil do investidor a cada dois anos e exige a alocação em produtos aderentes ao perfil declarado, tendo em vista possíveis mudanças na propensão ou aversão ao risco do investidor. Definidos os objetivos de longo prazo, as premissas para atingi-los, o perfil do investidor e a carteira sugerida, o assessor elabora o planejamento de longo prazo.

2.6.1.4 Planejamento Financeiro

Dado o perfil do investidor, o momento de vida e a conjuntura vigente, é possível apurar a partir do capital inicial (mesmo sendo zero) e de sua capacidade de poupança, seu potencial de acumulação ao longo da fase ativa de geração de renda. A partir daí, avalia-se os cenários de planejamento para manutenção (ou aumento) do padrão de vida na fase inativa e aposentadoria.

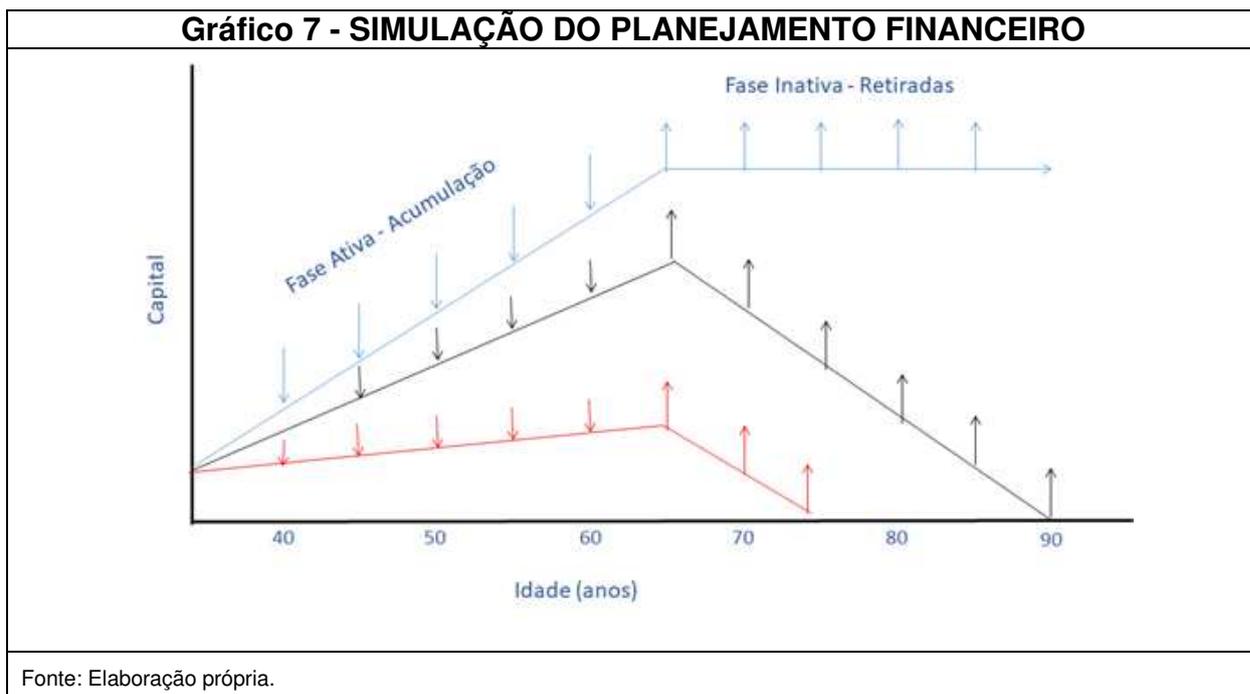
Como regra de bolso, geralmente, adota-se o Modelo de Ciclos de Idade como uma das premissas para determinar o risco da carteira: avança-se do perfil *agressivo* (juventude), passando pelo *moderado* (idade-média), até se tornar *conservador* em Finanças (terceira-idade). Segue o modelo ilustrado abaixo.



Assume-se a partir do modelo a aversão ao risco, conforme a idade, tendo em vista a capacidade para recuperar eventuais perdas durante o tempo restante até o fim da fase ativa. Quanto maior este tempo para recuperação, mais se assumiria risco, sugere o modelo do Ciclo de Vida Financeira. É possível o questionamento a respeito dessa lógica por parte de investidores mais jovens e prudentes: “nunca se deve rasgar dinheiro (ou ‘fazer desaforo ao capital’)” – e assim arriscar-se a perder o ganho obtido com tremendo esforço no mercado de trabalho.

O projeto de planejamento financeiro de longo prazo resume esse contexto em cenários baseados no risco, retorno e tempo disponíveis a partir de um objetivo inerte de renda real na fase inativa. É a união dos três modelos teóricos das Finanças Tradicionais apresentados no capítulo anterior:

- i) o fluxo de poupança descontado ao longo do tempo (Fisher);
- ii) a calibragem da relação risco-retorno conforme o perfil do investidor (Markowitz);
- iii) as alterações na tolerância e capacidade ao risco conforme a idade e fase de vida do indivíduo (Modigliani & Miller).



O gráfico acima apresenta três possíveis cenários:

(i) em *azul*, o esforço de acumulação e rendimento mínimo necessário a partir de um valor inicial para se chegar a tão almejada independência financeira – manter o padrão de vida ou viver de renda e deixar patrimônio para herdeiros;

(ii) em *preto*, com esforço de poupança e/ou rendimento menor para manter o padrão de vida até uma idade máxima pré-determinada (no caso, 90 anos);

(iii) em *vermelho*, o alerta para esforços de poupança insuficientes ou postura excessivamente conservadora incompatível com o objetivo de acumulação de longo prazo.

A dificuldade virtualmente intransponível é compatibilizar a condição inicial de manter o esforço de poupança individual ou sustentar rendimentos acima da média esperada para *perfis não conservadores*. Isso por conta das incertezas às quais os mercados financeiros estão sujeitos, além das possíveis das alterações cíclicas no mercado de trabalho e na renda empresarial a serem enfrentadas pelo candidato a investidor de sucesso ao longo de períodos longos, particularmente, em economia instável como é a brasileira.

Acompanhar as distintas fases do ciclo econômico – retomada, *boom*, bolha, auge, *crash*, depressão, desalavancagem financeira, “empurrar corda”, normalização – e manter o planejamento balanceado no longo prazo é uma tarefa difícil, diante da diversidade de eventos não previstos no modelo. Educação Financeira ajuda a enfrentar essa volatilidade cíclica, em parte provocada pela política monetária de juros, mas não resolve o problema.

Além disso, suas fragilidades estão sujeitas não somente às perturbações econômico-financeiras e reviravoltas políticas, mas também a elementos particulares relacionados à cultura de investimento e ao consumismo do arquétipo do brasileiro não poupador. Este sujeito é uma mera abstração reducionista, porque é impossível tipificar o habitante do território nacional sem considerar a estratificação social, dada a tremenda desigualdade de condições econômico-financeiras.

Erros cometidos por jovens investidores agressivos podem jamais ser recuperados. Pessoas de meia idade, ainda em fase de acumulação, mesmo adotando posturas mais moderadas, estão sujeitas ao desemprego, comprometimento de renda como aumento nas despesas pessoais acima de suas correções salariais. Indivíduos com capacidade de acumular o suficiente até a fase de maturidade podem sofrer perdas patrimoniais, em crises cíclicas, ou mesmo terem suas retiradas programadas antes comprometidas para auxiliar seus herdeiros passando por dificuldades financeiras.

É importante incluir os aspectos comportamentais influentes sobre a atitude dos “poupadores”. Na verdade, investidores financeiros planejam dedicar uma parcela da renda recebida à acumulação de reserva financeira para atender necessidades futuras como a aposentadoria.

Esse comportamento preventivo pouco está presente em questionários de *suitability*. Sobras de renda eventuais têm de se deparar com cálculos mentais (ou mesmo matemáticos em planilhas financeiras) capazes de sustentar no longo prazo a força de vontade individual para aportes periódicos relevantes dentro do planejamento da vida financeira.

Se esta ocorrer com o uso de planilhas atualizadas, mensalmente, a mente do investidor é “domesticada” por uma rotina. Desconta primeiro (como fosse um débito automático do crédito consignado) a parte do salário recebido reservado para o investimento financeiro mensal. Depois disso, adequa seu padrão de vida à sobra de renda.

Quando perguntados a respeito do método sugerido aos clientes, nenhum dos entrevistados assumiu usar qualquer método formal de planejamento patrimonial, mesmo quando diretamente indagados sobre o Modelo de Ciclo de Vida. A resposta unânime foi em torno da noção de pequenas conversas frequentes e estreito contato com o cliente ser o principal elemento para planejar ajustes de impactos de longo prazo.

Será essa ausência de sugestão de planejamento quantitativo e metódico fruto de desconhecimento da Ciência Econômica? Ou será esse tipo de ritualística ser muito menos importante em relação ao almoço no restaurante chique ou o vinho no aniversário?

2.6.2 Fornecedores – Bancos, Corretoras e Distribuidoras

Os fornecedores da indústria são aquelas instituições cujos produtos ou serviços são distribuídos pelos assessores. Eles mantêm contrato com o intermediário para a execução de negócios por meio de sua rede.

Há corretoras no mercado com o propósito de expandir seus negócios por meio de plataformas digitais de autosserviço. Têm foco na tecnologia e na oferta de produtos diferentes daqueles tradicionalmente oferecidos pelos bancos, por exemplo, Depósitos de Poupança, CDB, Letras de Crédito Imobiliário ou Agrário. Mas eles ainda são de simples compreensão para o investidor leigo, por exemplo, Tesouro Direto e Fundos de Investimento Financeiro. Daí não exigem acompanhamento profissional constante.

Essas instituições são consideradas substitutos do contato presencial, concorrendo indiretamente com o trabalho do AAI, como um robô ou autosserviço em lugar do ser humano. Esse assunto será mais bem detalhado na seção seguinte.

São considerados fornecedores os bancos, as corretoras e as distribuidoras de valores. Seus produtos são intermediados nas plataformas de investimentos e distribuídos por assessores de investimentos, por meio das agências bancárias ou escritórios de assessoria autorizados.

A relação entre a corretora e a sociedade AAI é a principal parceria estabelecida e fonte de competitividade. Por meio da corretora contratada, os demais fornecedores, como gestoras de fundos, emissores de ativos de renda fixa e a bolsa de valores, distribuem seus produtos ao público. É importante, portanto, avaliar como rivalizam as principais corretoras em atuação neste mercado e a consistência do debate em andamento a respeito de mudanças devido a conflitos de interesses.

O modelo das plataformas abertas de investimentos se consolidou como um eficiente concorrente das plataformas fechadas tradicionais dos bancos. A oferta deste serviço pode ou não incluir ao auxílio de uma assessoria, mas manter um canal digital para realização de aplicações financeiras é pressuposto básico para as corretoras atuantes no mercado de investimentos financeiros para pessoas físicas.

Nas *plataformas fechadas*, os produtos são exclusivos da instituição de investimento. Já nas *plataformas abertas de investimento*, o cliente tem acesso a uma diversidade de produtos e serviços oferecidos por diferentes instituições. A plataforma funciona como um supermercado de investimentos. Permite mais opções de produtos e serviços de maneira o assessor ter a sua disposição uma variedade maior de alternativas para enquadrá-los ao perfil do investidor e seus objetivos.

Dentro deste modelo de distribuição, o AAI opera por conta e ordem do cliente em todas as operações realizadas para todos os produtos distribuídos por ele. Uma vez vinculado à corretora, o AAI passa a ser um preposto de todas as demais instituições fornecedoras de produtos financeiros distribuídos pela plataforma da sua corretora.

2.6.3 Entrantes Potenciais e Substitutos

Foram apresentadas, antes, questões pertinentes da indústria de investimentos financeiros pessoais no Brasil. Teve como ponto central o AAI e suas interações com as forças dos principais *players*.

Ao longo deste tempo, embora os requerimentos para se abrir uma sociedade AAI e vincular-se a uma corretora não tenham mudado, o ambiente concorrencial evoluiu bastante. Anteriormente, para exercer a profissão no início da expansão do formato de preposição via associação, o AAI precisava apenas de um *notebook*, internet rápida e um aparelho celular para fazer seu trabalho. Boa parte dos assessores ingressantes nos últimos anos, começou trabalhando de casa ou em baias de escritórios compartilhados. Alguns evoluíram para estruturas maiores e converteram-se em escritórios de fato.

Hoje, a realidade é bastante diferente, embora o número de assessores tenha crescido exponencialmente, a quantidade de sociedades AAI vem se mantendo estável nos últimos anos, seja por fechamento, seja por fusão com outros escritórios. Os maiores escritórios mantêm ativos sob custódia de alguns bilhões de reais, com milhares de clientes sob gestão.

Entrantes potenciais, portanto, são as novas sociedades AAI. Concorrem com as sociedades AAI já estabelecidas, cuja principal barreira à entrada é a escala adquirida e a estrutura operacional, além do estágio mais avançado da curva de aprendizado. De qualquer maneira, a dinâmica de entrantes passa pelo mesmo processo das rivalidades de um mercado competitivo. Portanto, são desafios e estratégias virtualmente idênticos.

Identificar potenciais substitutos capazes de rivalizar neste mercado é mais relevante, tendo em vista a dinâmica onde potenciais entrantes se inserem foi debatida na seção de rivalidades, a primeira força competitiva apresentada.

O grande desafio de um substituto com potencial para perturbar este mercado é oferecer produtos diferenciados. O mercado de assessoria ainda é muito

novo. Tudo se apresenta como novidade. Um paradoxo do marketing é: “onde todos dizem ser diferentes acabam ficando iguais”.

Há, no entanto, duas estratégias de posicionamento perceptíveis entre aqueles *players* a se apresentarem como substitutos: *diferenciação* e *custos* (PORTER, 1996).

2.6.3.1 Diferenciação

Neste caso, o potencial substituto deve se apresentar como uma opção de maior valor agregado ao cliente, mantendo seu foco no desenvolvimento de ferramentas, produtos ou serviços capazes de substituir a necessidade de se utilizar os serviços dos assessores. A dificuldade está em providenciar um diferencial capaz de capacitar o cliente em realizar o trabalho do assessor por conta própria ou em utilizar alguma ferramenta capaz de indicar quais alternativas de investimento mais adequadas.

Os gurus financeiros, *coaching*, influenciadores e *youtubers* são de certa forma substitutos aos assessores. Conforme visto no capítulo 1, o crescimento das celebridades e *experts* virtuais é uma realidade do mundo digital. Isso se tornou evidente também na profusão de *blogs*, sites, aplicativos e programas especializados em ensinar a ‘ganhar dinheiro’.

As hipóteses para as razões pelas quais as pessoas valorizam este tipo de assessoria por meio de canais virtuais estão relacionadas à crença de ser possível aprender a investir seguindo os passos e dogmas transmitidos pelos entendidos no assunto. Estes se apresentam como quem ‘venceu na vida’ no assunto Finanças Pessoais. Ganhou o primeiro milhão de reais cedo, cedo...

Com isso o cliente acredita ser possível ganhar conhecimento por meio destes canais e adquirir autonomia. Este seria o caminho fácil para sua independência financeira. É parte de uma visão tradicional da “Escola da Vida”: não haveria a necessidade de se obter educação formal e acadêmica, tampouco de Ciência Econômica, “para as questões práticas do dia a dia”. Ela é fruto da confusão

entre *informação* – capacidade de obtenção de fatos e dados – e *conhecimento* – capacidade de processar analiticamente esses dados – na Era Digital.

Por meio do ‘aprendizado’ com esses especialistas, o investidor digitalizado do século XXI tem a sua disposição os mais diferentes estilos e capacidades. Isso lhe permite formar uma opinião plural e sem viés com autonomia para gerir seu próprio dinheiro. Também já foi debatido esse ponto como sendo uma falácia.

Na verdade, é uma fraude, onde se transmite uma suposta autonomia e independência do investidor moderno quando, na realidade, a relação entre cliente e profissional se apresenta de uma forma mais flexível e sem intermediação de terceiros por meio de aplicativos.

O fato é as plataformas independentes e de nicho focadas na automação no baixo custo, *discount brokers* brasileiros tem investido em estratégias de *marketing* por meio de *influenciadores digitais* para atrair clientes dos bancos do varejo média e baixa renda, oferecendo produtos e serviços melhores. Por meio de patrocínios e parcerias, distribuem seus produtos em *lives* desses palestrantes virtuais, transmitindo um conteúdo comercial com uma roupagem educacional.

Um dos exemplos mais marcantes nesta nova relação está na maneira nova de se cobrar pelos serviços. A forma antiga, dos bancos, onde se aplicam tarifas, taxas e emolumentos fixos a cada transação realizada pelo cliente deu lugar à cobrança por comissionamento sobre o patrimônio administrado e pelo desempenho da carteira, mais coerente com um alinhamento de interesses entre cliente e assessor.

Corretagem zero, tarifa zero, *cash back*; são os apelos de custo das plataformas para atrair o cliente ‘taxeiro’ insatisfeito com os bancos. *Free is the new paid!*

2.6.3.2 Custos

Apresentar-se como alternativa de menor custo em uma indústria onde os cinco maiores bancos brasileiros (BBICS: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Caixa e

Santander) competem por meio de suas redes de assessores é investida ousada. É necessário dispor de recursos e alternativas suficientes para enfrentar eventuais guerras de preço.

Talvez seja esta a razão pela qual os *players* estabelecidos tenham em suas plataformas iniciativas de custo capazes de atender ao público em busca de custos de transação (taxas, tarifas e corretagem) baixos por meio das plataformas de autosserviço.

O *robot advisor* é uma dessas alternativas de baixo custo ao trabalho do assessor. Se propõe a eliminar a necessidade de o cliente deter conhecimentos técnicos e experiência para administrar seus investimentos, mas quer investir por conta própria.

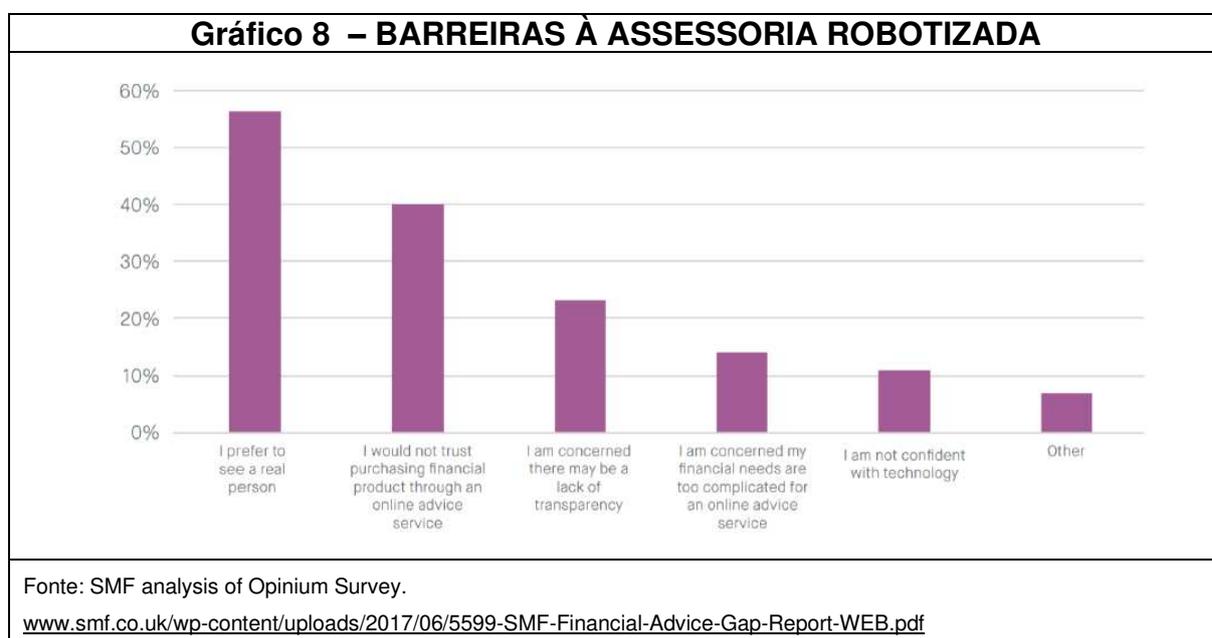
É um serviço de planejamento de investimentos automatizado, sem intervenção humana. Parte de um algoritmo de inteligência artificial, alimentado por informações fornecidas pelo cliente, para propor aplicações e estratégias de acordo com o perfil. Ele tem como público-alvo o investidor sem conhecimento técnico ou experiência.

O apelo à decisão entre contratar o *robot advisor* (assessor robô) a um assessor inclui as seguintes vantagens:

- i) **baixo custo** em relação a uma assessoria pessoal, permitido o acesso de valores menores a uma avaliação automatizada, mas personalizada. Soa até estranho um atendimento personalizado de um robô;
- ii) **minimização de conflitos de interesses**, como privilegiar produtos de maior comissão ou cumprimento de metas. O robô pode até ser 'neutro', mas e seu programador?
- iii) **ausência de emoção**, um bom algoritmo é capaz de ajustar a carteira de acordo com os altos e baixos, compensar mudanças repentinas no cenário econômico de maneira técnica sem interferência de vieses ou ruídos emocionais. Serão os investidores imunes à emoção como os algoritmos?

De certa maneira o *robot advisor* e suas limitações, são a prova de o *suitability* e o perfil do investidor serem técnicas ultrapassadas e inúteis para o controle e manejo do risco da carteira de investimentos do cliente.

A ausência de contato humano, pode ser um obstáculo para algumas pessoas mais afeitas ao contato pessoal e não mecânico. A realidade do mercado brasileiro e a incapacidade plena do *robot* de projetar cenários e operações com a mesma destreza de um profissional ainda deixam essa alternativa bastante longe de representar uma ameaça mais séria ao mercado de assessoria.



O *robot advisor* cumpre o papel de recomendar uma carteira de investimentos estática e em perfis moderados ou agressivos ‘prefere’ sugerir fundos com gestões humanizadas. Na gestão de carteiras mais dinâmicas e para planejamentos de longo prazo é fundamental a atuação de um profissional, mesmo que este seja o programador do algoritmo. Somado a isso, o assunto dinheiro e investimentos é parte de uma dinâmica social. Sem interação humana, os investidores acabam aplicando em opções de menor complexidade ou naquilo onde se sentem mais confiantes e seguros.

Há também uma dificuldade adicional em adotar estratégias de custo quando se trata de investimentos financeiros, tendo em vista a estrutura de remuneração dos assessores. Diferente de um empréstimo ou financiamento, quando o cliente tem a percepção clara dos custos do produto, nos investimentos

financeiros, em geral, as taxas são deduzidas dos rendimentos auferidos, deixando a impressão de o cliente estar dividindo seus ganhos e não pagando pelo serviço. Em valores financeiros, há de fato um pagamento, mas a percepção é bastante diferente.

Todas essas inovações recentes introduzidas no Brasil mudaram a relação da classe média em mobilidade social (ascensão e queda) com o dinheiro. Antes acostumados à caderneta de poupança, fundos de investimento geridos pelo próprio banco ou títulos de renda fixa bancários de emissão da instituição. Parcela dos clientes do varejo tradicional passaram a ter a possibilidade de investir em produtos mais rentáveis atualmente, como os de renda variável, porém mais complexos e arriscados. Isso é parte do fenômeno de “financeirização da riqueza pessoal”, debatido no capítulo 1.

O público do varejo passou a ter acesso a produtos financeiros antes restritos aos grandes investidores do segmento *private*. Junto a isso veio a necessidade de maior especialização e qualificação dos profissionais responsáveis pelo atendimento aos clientes investidores.

As mudanças estão em curso. Dessa interação entre os diversos participantes desse mercado emergem formas de comportamento baseadas nas regras vigentes, agora em revisão, permeadas de conflitos e interpretações próprias. Elas resultam no desempenho real e cotidiano deste mercado. Decifrar este *modus operandi* é o objetivo da próxima seção.

2.6 Evolução Recente na Profissão de Agentes Autônomos de Investimentos

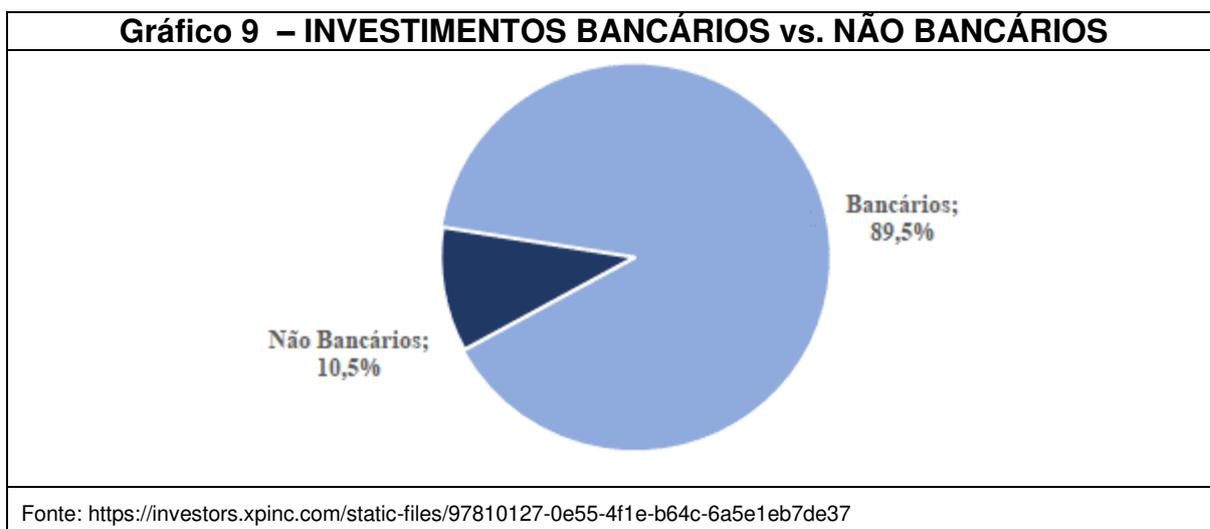
Para compreender melhor como a concorrência está estabelecida, cabe uma breve apresentação das mudanças dos últimos anos na dinâmica competitiva deste mercado. Depois, examinarei as rivalidades entre os concorrentes.

Desde a publicação da ICVM 497/2011, a dinâmica da indústria de investimentos vem se modificando bastante. A XP Corretora, oriunda de um escritório de agentes autônomos, constituído em 2001, foi pioneira na formação de

uma equipe de assessores de investimentos contratados por meio de sociedades AAI, na esteira das mudanças no marco regulatório promovido pela instrução.

A partir do conceito de *shopping center* de investimentos lançado pela plataforma *Investshop* (Unibanco), onde um dos fundadores da XP havia trabalhado, desenvolveram um modelo de arquitetura aberta, em vigor no mundo financeiro dos países centrais desde os anos 80. Com isso, ampliaram as alternativas de investimentos fornecidos por uma corretora.

Até então, a maior parte das receitas das corretoras eram provenientes da intermediação na negociação de ações e de fundos de investimentos sob gestão própria. Por outro lado, os bancos detinham 99% dos investimentos das pessoas físicas poupadoras no Brasil. Exceto para os clientes *private banking*, a maior parte dos clientes ficava limitado aos produtos oferecidos na plataforma fechada da instituição.



Ao combinar o modelo de assessoria de investimentos com uma plataforma de renda fixa e variável integrada com outras instituições emissoras de ativos, a XP introduziu o conceito de “supermercado de investimentos”. O Agente Autônomo de Investimentos (AAI) passou a ser apresentado como uma alternativa ao gerente do banco. Isso mudou completamente o mercado brasileiro de investimentos financeiros pessoais.

Embora já bastante disseminado, em especial nos Estados Unidos, o investimento fora do banco (“desintermediação bancária”), em plataformas

multiprodutos, é uma novidade recente no Brasil. Essa inovação tornou acessível ao público investidor de classe média produtos antes restritos às áreas de *private banking*, *family offices* ou boutiques de investimento.

Ganhos de escala na distribuição de investimentos por meio da rede de assessores de investimentos permitiram a ampliação de cotistas de fundos e ativos antes limitados a *tickets* mínimos elevados. O subsistema de gestão de dinheiro se descola do sistema bancário.

Guardadas as devidas proporções e as enormes diferenças, o mercado americano seguiu trajetória semelhante quando os serviços de corretagem para pessoas físicas deixaram de ser tabelados pela Bolsa de Valores de Nova Iorque, em 1975. O trecho abaixo, publicado no site *funding universe*⁵⁴, descreve esse momento na história americana e ajuda a encontrar algumas semelhanças no caso brasileiro.

Em maio de 1975, o Congresso dos Estados Unidos desregulamentou a indústria de corretagem de valores americana, retirando o poder da Bolsa de Valores de Nova York de determinar as taxas de comissão cobradas por seus membros.

Isso abriu a porta para os *discount brokers*⁵⁵. Eles recebiam ordens de compra e venda de títulos, mas não davam conselhos ou pesquisas de forma semelhante aos corretores maiores tradicionais estabelecidos no mercado.

Até então, os serviços de corretagem de ações e valores mobiliários eram caros e vistos como produtos apenas para os ricos. O economista americano Charles Schwab viu a oportunidade de usar sua pequena corretora de San Francisco para trazer investidores individuais para o mercado de ações oferecendo custos bem abaixo da corretagem cobrada pelas grandes corretoras *full service* (serviço completo).

Possivelmente, a decisão inicial mais importante feita pela *Schwab* foi abrir filiais nos Estados Unidos, a partir da premissa de mesmo os investidores não

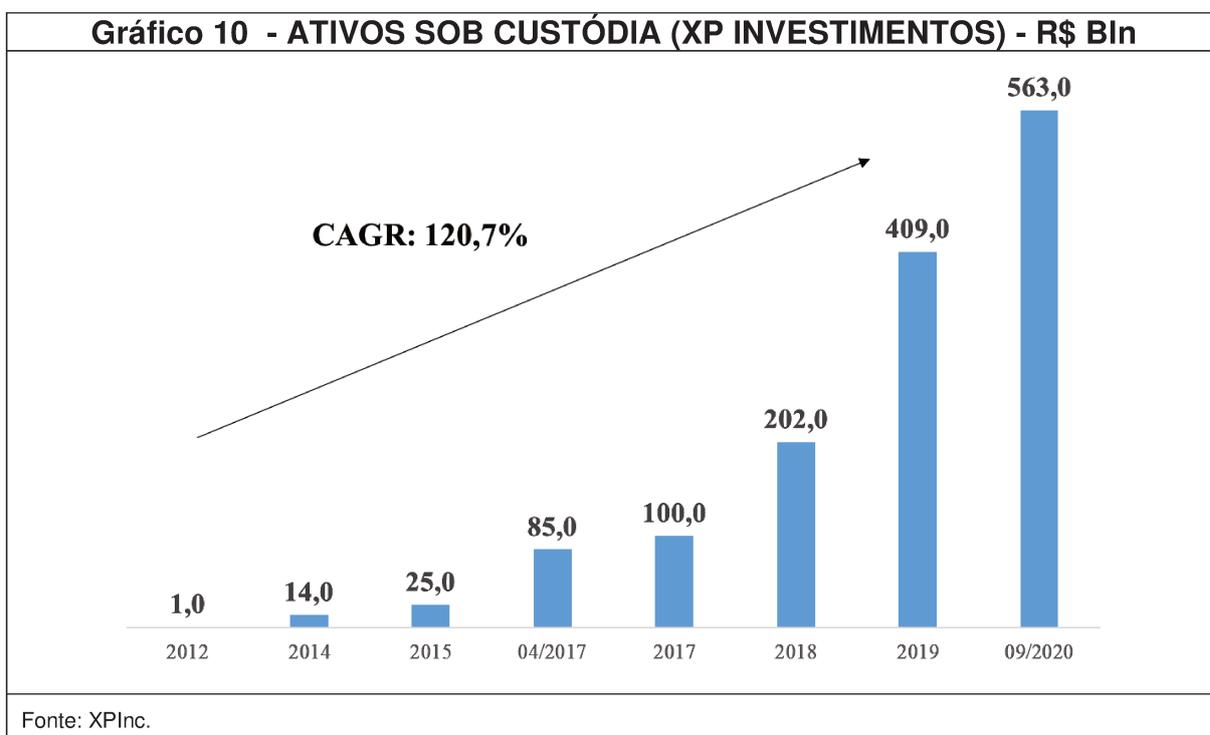
⁵⁴ <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/the-charles-schwab-corporation-history/>

⁵⁵ Corretora de ações que executa ordens a taxas de comissão reduzidas, por outro lado não fornecem serviços de *advisory* (assessoria) ou realiza análises de ações e recomendações.

buscando serviços de aconselhamento, as pessoas preferem fazer negócios por meio de um profissional de assessoria local, e não por meio, à época, um número de telefone gratuito.

Essa operação onde as atividades de negócios e retaguarda estavam centralizadas na central de Nova Iorque, mas a atividade de relacionamento ficava na cidade do cliente, conquistou o mercado e ajudou a *Schwab* a se tornar o maior *discount broker* (corretora de descontos) dos EUA. Não à toa, a XP usa os indicadores de desempenho da *Charles Schwab* como referência em seus projetos e planos de metas de desempenho.

Até 2016, a XP Investimentos era a líder isolada em atuação no mercado de assessoria de investimentos. Seus concorrentes diretos não eram as demais corretoras, mas as áreas de *private* e varejo alta renda dos bancos. Clientes insatisfeitos com a limitação de produtos disponíveis, custos elevados, atendimento ruim dos bancos passaram a migrar suas aplicações massivamente para a XP.



As diferenças entre investir no banco e na corretora eram o principal apelo da propaganda da XP. Defendia a “desbancarização dos investimentos” para sua plataforma de arquitetura aberta com atendimento de sua rede de assessores.

Cerca de 20 anos passados desde sua constituição, a XP Corretora é uma empresa de capital aberto, com ações negociadas na Nasdaq, possui a maior rede de assessores (6.883) do Brasil, dois milhões de clientes e R\$ 563,0 bilhões em ativos sob custódia (Gráfico 10) e valor de mercado de US\$ 14,6 bilhões (Resultados Financeiros XP Investimentos, 30/03/2020). É líder do mercado de assessoria de investimentos no Brasil e ocupa o centro das discussões no debate em andamento atualmente na indústria financeira.

As reações dos concorrentes foram múltiplas, corretoras concorrentes com modelos semelhantes foram absorvidas pela XP como a Rico e a *Clear*. A incapacidade das demais corretoras independentes em concorrer com modelos competitivos trouxe a disputa para outro patamar.

As corretoras dotadas de alguma capacidade para fazer frente eram justamente aquelas vinculadas aos bancos: BTG, Ágora/Bradesco, Santander/PI, Modal, entre outros. Em maio de 2017, banco Itaú realizou a compra de 49,9% das ações da XP Holding por R\$ 6,3 bilhões, dando início a uma nova etapa no processo concorrencial.

O acordo foi realizado em duas etapas e bastante debatido pelo Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE). Afinal, autorizou a operação mediante o cumprimento de alguns requisitos de governança. Destacaram-se a não discriminação de negócios entre as instituições e a manutenção de operações independentes.

Ainda está prevista uma nova rodada de aprovações a ser enfrentada em 2022 e 2024, para avaliar o exercício de algumas cláusulas de aumento de participação acionária do banco Itaú na XP Corretora, tornando seu controle majoritário. Indica ainda uma longa discussão acerca dos limites ao exercício do poder de mercado.

Fora do “tapetão”, o mercado está mais agitado ainda. A partir da investida do Itaú sobre a XP, BTG, Santander, Safra e outros bancos de nicho (Inter, Modal) passaram a oferecer serviços de assessoria. Cada um tenta demarcar sua

presença no mercado, mas todos se apresentam como ‘diferentes daquele dito ser diferente’.

Quando o mercado de assessoria de investimentos ainda era disputado entre corretoras independentes, a propaganda criticava os produtos oferecidos pelos bancos⁵⁶ e pregava a “desbancarização” dos investimentos. Os gerentes tradicionais estariam mais preocupados com suas metas a prover soluções adequadas para seus clientes.

Hoje, é notável a mudança nos apelos e na postura após as modificações do mercado. O banco Itaú causou alvoroço entre assessores com sua nova campanha de mídia em 2020.⁵⁷ Implícito no texto da propaganda estava a afirmação de o modelo de remuneração dos agentes autônomos ser carregado de conflitos de interesse, por conta da remuneração por comissionamento.

O apelo ao *perfil do investidor* é colocado como elemento central na relação entre cliente e assessor. Reforça duas ideias centrais. Elas realmente indicam uma mudança na forma de atender o varejo de alta renda: a de não ser possível realizar investimentos sem o auxílio de um profissional capacitado para ‘encontrar’ o produto mais adequado para o cliente e a dificuldade de se encontrar um bom profissional, no caso, o gerente do Itaú.

O discurso é direcionado ao público especulador. Ele teria se aventurado na euforia dos recordes sucessivos do índice Bovespa no final de 2019 e foi surpreendido pela crise do Novo Corona Vírus (Covid-19). Os gerentes do banco tradicional seriam mais capacitados para lidar com os riscos. Essa campanha publicitária representou um reposicionamento do segmento de alta renda de um dos mais tradicionais bancos do país (SCHWEITZER, 2020).⁵⁸

Por meio da campanha, o controlador de ambas as instituições deu uma tacada de mestre, ganhou em todos os aspectos. De um lado, respondeu às detrações passadas recebidas dos concorrentes, despertou o espírito de time dos gerentes Itaú e assessores, passou imagem *pró* concorrência para o CADE. De

⁵⁶ Especialmente os cinco grandes – Brasil, Itaú, Bradesco, Santander e Safra; muito parecidos na estratégia de segmentação de mercado e no nível de serviço e, portanto, tomados como o padrão da indústria.

⁵⁷ <https://www.youtube.com/watch?v=xRZqRQ1ma30>

⁵⁸ <https://www.nordresearch.com.br/artigos/nord-insights/vamos-todos-pro-pau/>

outro, talvez a mais relevante: chamou a atenção para o importante conflito de interesse da remuneração comissionada entre os agentes autônomos.

Embora o volume financeiro administrado seja uma das variáveis geradoras de maiores receitas para a sociedade AAI, mais importante é o segmento de mercado ou produto onde estes recursos são alocados. As formas de comissionamento variam de acordo com o produto.

Via de regra, aqueles de maior risco e/ou prazos mais extensos auferem comissionamentos maiores, recebida por intermédio de repasses da Corretora à qual a sociedade AAI está vinculada. A magnitude destes repasses depende das condições negociadas entre a corretora e os emissores de títulos e do repasse indireto negociado entre corretora e a sociedade AAI.

Tabela 4 – ESTRUTURA DE REMUNERAÇÃO AAI PJ

	Estrutura de Remuneração (AAI PJ)		
	Fonte	Repasso Padrão	Recorrência
Fundos de Investimento	Taxa de adm.	50%	Mensal
Renda Fixa	Spread	50%	Única
Renda Variável	Corretagem	40% a 70%	Única
Ofertas Públicas (Ações)	Fee de Distribuição	0,1 % a 0,5%	Única
Ofertas Públicas (Fundos)	Fee de Distribuição	0,1 % a 2,0%	Única

Fonte: Anbima

Obs.: Fundos podem incluir ainda taxa de performance - de 10% a 20% do resultado acima da meta.

A transição para um modelo de taxa de administração sobre o patrimônio parece ser mais transparente, elimina indicação de produtos inadequados com maior comissionamento. Além disso, permite fornecer serviços mais bem dimensionados ao cliente, segmentando nível de atendimento e custos/remuneração adequados. Por outro lado, esse modelo é exatamente aquele predominante na indústria de investimentos tradicional via taxa de administração.

A profissão de assessoria de investimentos vem passando por uma 'pejotização'⁵⁹. Ocorre a partir do crescimento recente dos agentes autônomos de investimentos. Estes profissionais vêm adotando cada vez mais o CNPJ nos últimos anos, em especial os agentes autônomos de investimentos (AAI).

⁵⁹ Migração de trabalhadores contratados via CLT para modelos de sociedades jurídicas individuais.

Antes, a remuneração dos profissionais de assessoria era composta por uma parcela fixa, podendo incluir comissionamentos e incentivos comerciais em determinados produtos ou bônus por performance. Havia, entretanto, uma *remuneração base*, assim como um vínculo formal de assalariamento.

A migração do *modelo de remuneração assalariada* para o *modelo de comissionamento* não é exclusiva da profissão de AAI. Ela é fruto da evolução na tecnologia. Esta permitiu o trabalho remoto por meio das plataformas, mas também da flexibilização na regulação da profissão.

Parte de um processo mais amplo de ‘Uberização⁶⁰’ das relações de trabalho. A ICVM 497/11 permitiu escalar a supervisão do trabalho do AAI de uma *relação trabalhista* para uma *relação comercial*, com redução dos custos e possibilidade de processos trabalhistas.

Por um lado, o modelo exige a renúncia a direitos trabalhistas ao profissional trabalhar como autônomo. Em troca, os rendimentos como sócios da sociedade (dividendos) são isentos de imposto de renda como Pessoa Física, mesmo quando detém frações mínimas do capital social da sociedade AAI. Sua renda também passa a ser 100% variável. Este *trade off* (Troca), no entanto, nada tem a ver com o apelo das corretoras ao empreendedorismo do assessor e uma suposta liberdade de ‘ser seu próprio chefe’, algo até possível, mas não para todos.

A própria CVM reconhece a atuação do AAI ser repleta de conflitos de interesses. Há produtos financeiros com incentivos de maior comissão (“rebates”) ou pressões para realizar o maior número de operações possível. Tudo isso gera corretagem, nem sempre no melhor interesse do cliente.

Por isso, colocou em discussão a possível exigência de divulgar a remuneração dos produtos financeiros ao intermediário e ao Agente Autônomo de Investimento dos produtos distribuídos.

⁶⁰ Exploração da mão de obra, por meio de empresas de aplicativos e plataformas digitais isentas de responsabilidades ou obrigações em relação aos prestadores de serviços. O modelo de trabalho é vendido como atraente e ideal, pois propaga a possibilidade de se tornar um empreendedor, autônomo, com flexibilidade de horário e retorno financeiro imediato. <https://www.cartacapital.com.br/justica/a-uberizacao-das-relacoes-de-trabalho>

Sendo a remuneração dos AAI percentual da receita gerada pelos produtos distribuídos ou valores mobiliários intermediados, o fim da exclusividade pode criar uma situação de conflito nova. O AAI poderá distribuir o mesmo ativo, vinculado a diversas intermediárias. Daí elege a instituição com melhor remuneração, sem se atentar para as melhores condições de preço ou *suitability*.

A remuneração também é um custo para a instituição intermediária e sua divulgação individualizada pode trazer desequilíbrios na relação com a própria corretora. Isto tendo em vista a abertura parcial de conhecimento dos custos totais incidentes para o cliente.

A obrigação pela divulgação, seja segmentada, seja global, implica na equiparação desta mesma regra às demais instituições participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Portanto, ela se expandirá para corretoras, instituições bancárias, gestoras, administradores fiduciários, seguradoras e demais agentes do mercado financeiro e de capitais, de forma equânime, aplicável a qualquer canal de distribuição de valores mobiliários (Comentários à audiência, CFA Society).

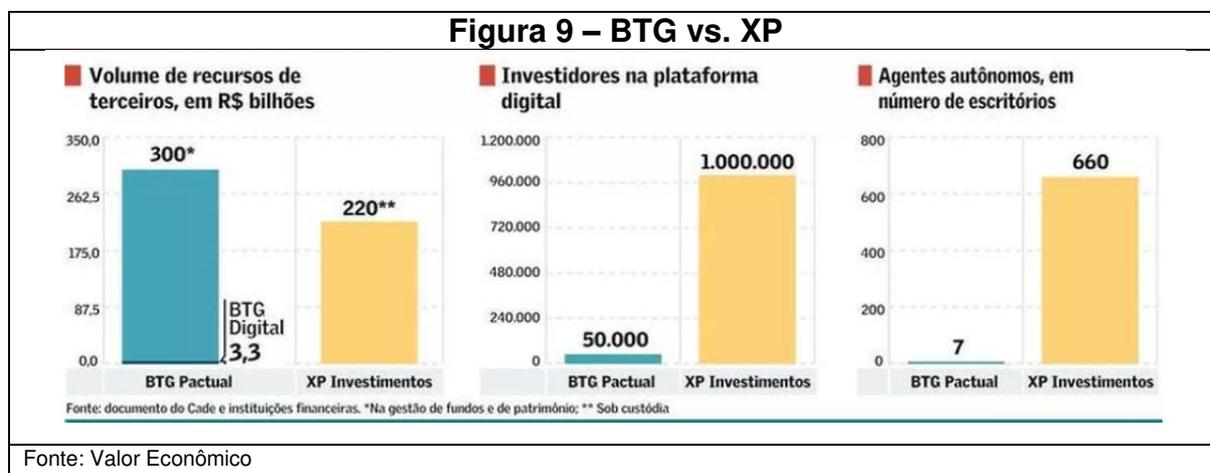
2.7.1 BTG versus XP

Outra briga em destaque é a disputa entre a XP e o BTG pelo espaço no mercado de sociedades AAI. Corretoras novas neste mercado têm dificuldades para formar equipes de assessores e acelerar seu crescimento de forma simultânea. Uma maneira de ganhar terreno é realizar investidas nas equipes já estabelecidas no mercado. Em sua imensa maioria, estão contratadas pela XP. O BTG tem implementado essa estratégia desde 2018/19.

O movimento mais recente foi a migração do maior escritório de assessores filiados a XP Investimentos para o BTG (EQI Investimentos). Além do EQI, outros quatro escritórios de agentes autônomos migraram da XP para o BTG.

Toda essa movimentação vem alimentando a discussão dos conflitos de interesses, da exclusividade e da 'propriedade' do cliente. Este último tem levado a debates judiciais, tendo em vista a corretora ser responsável pelos dados do cliente,

mas o escritório ser responsável pelo atendimento. Decisões recentes têm reconhecido o direito ao acesso aos dados durante um período de 60 dias de transição, mas punido a violação do contrato de exclusividade.⁶¹



O quanto ainda haverá de mudanças na indústria de investimentos financeiros pessoais ainda não está claro. Elas estão apenas começando. Nesse processo todo, onde cada participante ainda busca seu caminho diante das discussões em andamento, fica difícil encontrar foco na necessidade do cliente, à mercê de questões onde não tem a capacidade de interferir.

Os AAI são a grande força comercial por trás da expansão desse mercado, garantindo capilaridade. Eles viraram alvo de cobiça de concorrentes em tentativas de disputar o espaço neste mercado. O assédio dos novos entrantes tem gerado disputas, questionando a 'propriedade' dos clientes atendidos pela sociedade AAI. *Afinal de quem é o cliente?*

Quando se consideram alguns milhares de clientes vinculados a uma sociedade AAI em transição para uma nova corretora há de se considerar alguns direitos pertinentes a cada um dos envolvidos:

- i) *a corretora de origem*, tendo investido em infraestrutura e treinamento para capacitar os assessores da sociedade AAI;

⁶¹ O escritório de agentes autônomos Delfos ao migrar para o BTG foi condenado a pagar indenização à XP Inc., pois ficou comprovada a distribuição de produtos do Banco BTG ainda no período de transição. No episódio de migração do EQI Investimentos a XP bloqueou o acesso dos agentes autônomos do escritório após "identificar uma tentativa de violação ao sigilo de dados dos clientes da XP com o uso de um robô". Após notificação extrajudicial, o acesso foi liberado novamente", confirmou a XP em comunicado. <https://gauchazh.clicrbs.com.br/economia/noticia/2020/07/apos-briga-com-btg-e-itauxp-entra-em-conflito-com-escritorio-de-agente-autonomo-ckd213foyo03i01esq7jpyl7r.html>

- ii) *a sociedade AAI*, conhecendo o cliente e sabendo de suas necessidades de acordo com seu perfil;
- iii) *a corretora entrante*, trazendo opções alternativas para este mercado;
- iv) *o cliente*, em última instância soberano em decidir se fica com a corretora ou se muda junto com seu assessor.

Logo, a resposta mais simples para aquela questão referente a essa disputa é “*o cliente ser dele mesmo*”.

O espaço tem cada vez mais ficado limitado, não pela demanda, mas pelos grandes concorrentes do setor bancário. Eles vêm ocupando seu espaço de maneira agressiva (vide o BTG e o Itaú) e erguendo barreiras importantes para novos entrantes.

Corretoras independentes e até bancos digitais ocuparam as margens do negócio em canais, onde a assessoria é terceirizada ou desnecessária. Distribuição de cotas fundos de investimentos, Tesouro Direto ou produtos bancários tradicionais, CDB, LCI, LCA, dispensam a escala mínima de clientes necessária para se manter uma rede de assessores, pois exige investimentos em infraestrutura de suporte e treinamento intensos.

A percepção geral dos entrevistados é de o momento ser o de mais intensas mudanças da carreira. Todos os entrevistados, experientes com ao menos 10 anos de atuação na profissão e formação em instituições de excelência no Brasil e exterior, manifestaram grandes expectativas com a evolução recente do mercado.

Não relataram preocupação com a mudança na forma de remuneração ou nas regras de vínculo. Entendem ser positiva a entrada de novos agentes autônomos de investimento. Não será um problema, mas sim algo natural e saudável na evolução da profissão.

Reconhecem o fim próximo do gerente de banco tradicional e apontam para a tendência recertificação e qualificação profissional ser uma forma de selecionar melhor para essa nova fase do mercado de assessoria de investimentos.

Será exigido maior conhecimento de Ciência Econômica para além das teorias tradicionais?

2.8 Rivalidades entre os participantes do mercado

A partir da publicação da ICVM 497 (jun./2011), o mercado de assessoria de investimentos passou a contar com uma nova figura além dos gerentes de investimentos dos bancos – varejo, alta renda e *private* – o Agente Autônomo de Investimentos (AAI).

A profissão já existia, mas com outras qualificações. O *enforcement* das atribuições da profissão, a proliferação de serviços de investimentos independentes e o aumento da liquidez nos mercados secundários de crédito privado geraram a necessidade de serviços especializados direcionados ao atendimento de uma fatia do mercado mal atendida pelos bancos.

De fato, os serviços fornecidos à clientes *private* incluem atendimento personalizado e acesso a produtos exclusivos, além de serviços de planejamento e sucessão patrimonial. Os investimentos oferecidos no segmento de alta renda, no entanto, não são tão diferentes daqueles oferecido aos clientes do grande varejo. À exceção de alguns fundos e produtos um pouco mais sofisticados, a principal diferença em relação ao ‘varejão’ é vista pelas agências luxuosas ou os convites ‘gratuitos’ para eventos culturais.

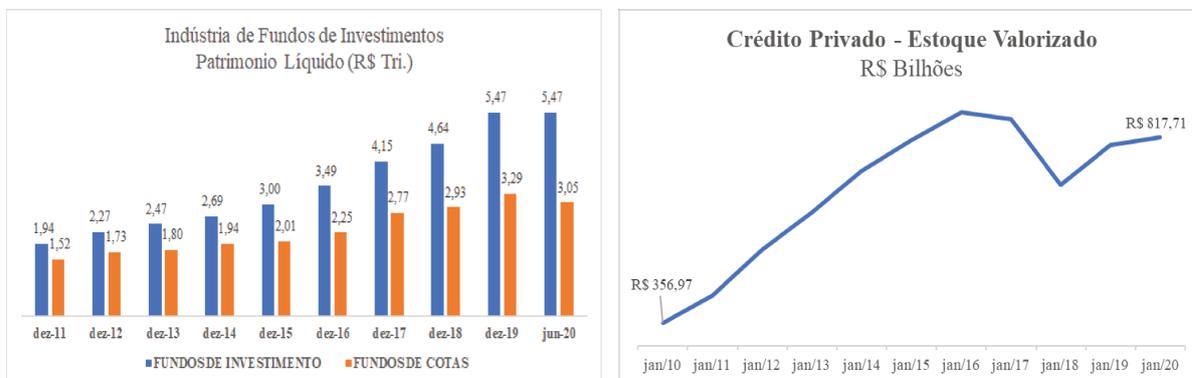
O *status* e amenidades oferecidas disfarçam tarifas elevadas e rendimentos aquém do possível de se conseguir por meio de plataformas abertas e gestores independentes. Por conta disso, é possível o cafezinho servido nas agências *Personnalité, Estilo, Top, High, Elegance, Master ou Van Gogh* dos grandes bancos de varejo, ser o mais caro do mundo.

Três fatores influenciaram de maneira importante a evolução recente na profissão de agente autônomo como profissional de investimentos pessoais frente ao mercado tradicional:

- i. o novo marco legal da profissão de Agente Autônomo (ICVM 497);
- ii. o aumento na oferta de alternativas de investimento (fundos mútuos);

- iii. a maior liquidez nos mercados secundários de crédito privado (Debêntures, CRI e CRA) e crédito bancário (CDB, LCI, LCA).

Gráfico 11 - FUNDOS DE INVESTIMENTO E CRÉDITO PRIVADO



Fonte: Anbima, Cetip

A primeira razão foi amplamente debatida no capítulo anterior. Ela é resultado dos dois motivos seguintes. O patrimônio líquido dos fundos de investimentos (todas as categorias), cresceu 12,2% ao ano entre dez./2011 e jun./2020. Enquanto isso, o estoque de ativos de crédito privado⁶² negociados em mercados secundários aumentou 8,64% ao ano desde 2010 (Gráfico 9). Houve fuga, desde 2019, acentuada após março de 2020, dos FIF carregadores de “crédito privado”, isto é, debêntures: títulos de dívida direta das empresas.

A maior oferta de produtos e serviços de investimento oferecidos por profissionais independentes (não vinculados a bancos ou grupos financeiros) e o acesso a novos produtos (renda fixa e renda variável) exigiram profissionais mais capacitados para orientar os clientes.

As plataformas digitais abertas⁶³ permitiram às corretoras de valores distribuírem produtos de bancos menores, de gestoras de recursos independentes e pulverizar papéis de renda fixa antes negociados nos mercados primário e secundário em volumes mínimos bem maiores. Ganhos de escala foi fundamental para reduzir o *ticket* mínimo dos fundos de gestores consagrados e torná-los disponíveis para clientes do segmento de alta renda.

O trabalho do assessor certificado ganhou importância tendo em vista este estar mais habilitado a distribuir esse tipo de produtos. Os gerentes do varejo

⁶² Debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários e Certificados de Recebíveis do Agronegócio.

⁶³ Plataformas de arquitetura aberta permitem ao usuário investidor investir em produtos e serviços de diferentes emissores e diversas categorias por meio de uma única conta como em um *shopping center* financeiro virtual.

alta renda se acostumaram a distribuir produtos exclusivamente emitidos pela instituição à qual estão vinculados.

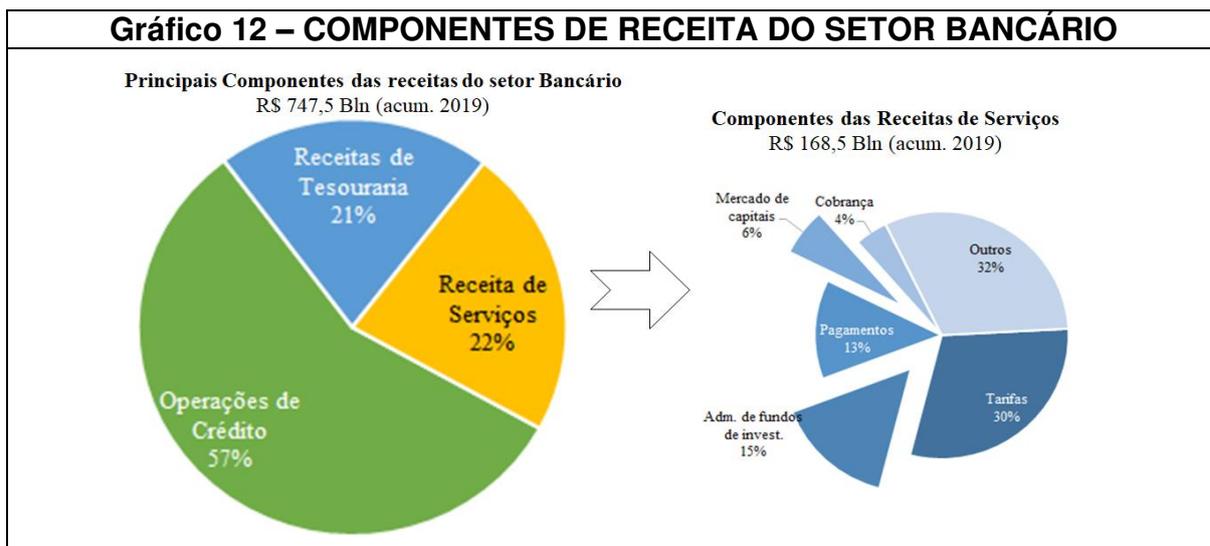
Quais os reflexos do crescimento dos agentes autônomos na dinâmica de rivalidades de mercado e como as rivalidades afetam a relação entre profissionais e clientes? É possível atribuir mudanças na forma de investir, inclusive nas posturas de risco adotadas, devido ao acesso a serviços desses profissionais?

O diferencial propagandeado pelos agentes autônomos está centrado em dois aspectos:

1. a suposta isenção na seleção dos produtos mais adequados ao cliente investidor e
2. a qualificação mais robusta, também supostamente, em relação aos profissionais tradicionais.

Por outro lado, os gerentes de varejo alta renda e *private* argumentam o agente autônomo de investimentos ser remunerado por comissionamento e não manter vínculo com instituições de porte robusto como os bancos. Entre esses argumentos, as rivalidades do setor se confrontam. Aos olhos do cliente, este deve decidir pela solidez representada nos investimentos tradicionais e o acesso a novas oportunidades mais rentáveis e antes exclusivas dos *ricos* e não disponíveis nas plataformas dos bancos.

Apesar da resposta por meio de investimentos na digitalização de serviços e ampliação na gama de alternativas para investir, essa estratégia tem sido insuficiente para reter ou atrair clientes. A maior oferta de produtos necessita de um profissional capacitado para orientar os clientes na seleção do investimento mais adequado. É difícil para os bancos adaptarem sua estrutura de agências para atender a esse tipo de público a tempo de conter o avanço das corretoras *fintechs*, mais enxutas e com estruturas menores, mais ágeis.

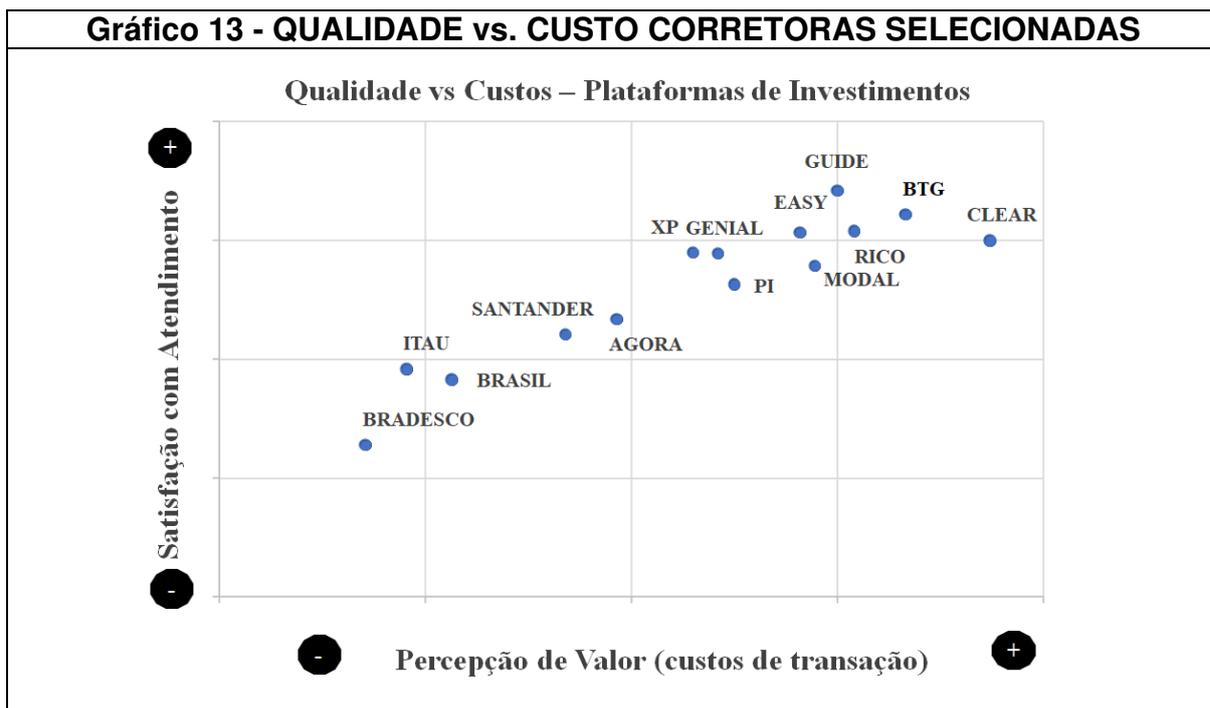


Fonte: Relatório de Economia Bancária Bacen, 2019. Pp. 118, tabelas 5.2 e 5.3

Talvez pela menor representatividade das receitas associadas a investimentos financeiros (Gráfico 10), ou pela incapacidade de enxergar as mudanças em curso na época, o sistema bancário tenha ignorado a ameaça. Isso ocorreu até quando a maior instituição financeira privada do país resolveu se movimentar e comprou a corretora de maior destaque.

A profissão dos agentes autônomos passou a ser reconhecida como uma alternativa de acesso a melhores serviços para uma parcela de clientes insatisfeitos com o atendimento dos gerentes tradicionais nas agências bancárias.

Não obstante, hoje todos os grandes bancos comerciais de varejo têm a sua plataforma aberta e vêm desenvolvendo serviços de assessoria de investimentos por meio da contratação de escritórios de agentes autônomos. Isso vem sendo feito por meio da criação de novas linhas de negócios, separadas operacionalmente dos bancos, como forma de desvincular a imagem ruim destes serviços quando prestados nas agências bancárias.



Fonte: <https://yubb.com.br>; elaboração própria.

O gráfico de pontos-quadrante acima reflete essa insatisfação e os resultados dessa estratégia por parte dos bancos (Gráfico 11). A partir de pesquisa realizada com os usuários da plataforma *Yubb*⁶⁴, é possível comparar diversos indicadores de qualidade das principais plataformas de negociação de ativos. Para os dados acima, foram selecionados a média geral de atendimento e a percepção de custo cobrados pelas transações praticados pelas instituições relacionadas⁶⁵. Em uma escala de um a cinco, mais alto melhor percepção, mais baixo pior avaliação.

Como esperado os serviços de investimentos realizados por meio dos bancos apresentaram o pior desempenho em ambos os indicadores, são percebidos como caros e ruins. No quadrante superior direito, as plataformas abertas digitais. No meio, com percepção melhor em relação ao mercado tradicional, mas pior em relação aos independentes, estão as plataformas digitais abertas, mas vinculadas a bancos. Pode estar dando resultados a estratégia dos bancos de criar marcas para participar deste segmento e assim evitar o contágio da má percepção do serviço bancário.

⁶⁴ O Yubb é um buscador de investimentos, transparente e imparcial para comparar investimentos do Brasil.

⁶⁵ XP Investimentos (ligada ao Itaú), Rico (ligada à XP), Clear (ligada à XP), Easynvest, Guide, BTG, Genial, Bradesco, Santander, Ágora (ligada ao Bradesco), Itaú, Modalmais, Banco do Brasil, PI (ligada ao Santander).

O supermercado de investimentos representa uma grande mudança na forma de investir em relação a indústria tradicional de investimentos. O cliente tem uma gama maior de produtos à sua disposição, mas a complexidade da decisão de investir aumentou significativamente. Não é mais uma questão entre investir no CDB ou na poupança, mas sim de compreender novas oportunidades e alternativas antes indisponíveis para o grande público. Isso exige tempo e esforço de aprendizagem individual ou um bom profissional de investimentos.

O rápido crescimento na profissão de agentes autônomos é justificado por essa nova necessidade de se ter alguém qualificado para identificar os investimentos mais adequados. Essa tendência mudou o 'perfil' do novo investidor. Ele deixa o mercado tradicional e assume novas posturas diante da imensidão de serviços com os quais se depara.

Os diferenciais competitivos de uma boa plataforma de investimentos vão para além da tecnologia na negociação de ativos. As corretoras desenvolvem uma série de iniciativas por meio de ferramentas de apoio à gestão do negócio, equipes de suporte ao trabalho do assessor, além de programas de treinamento e capacitação.

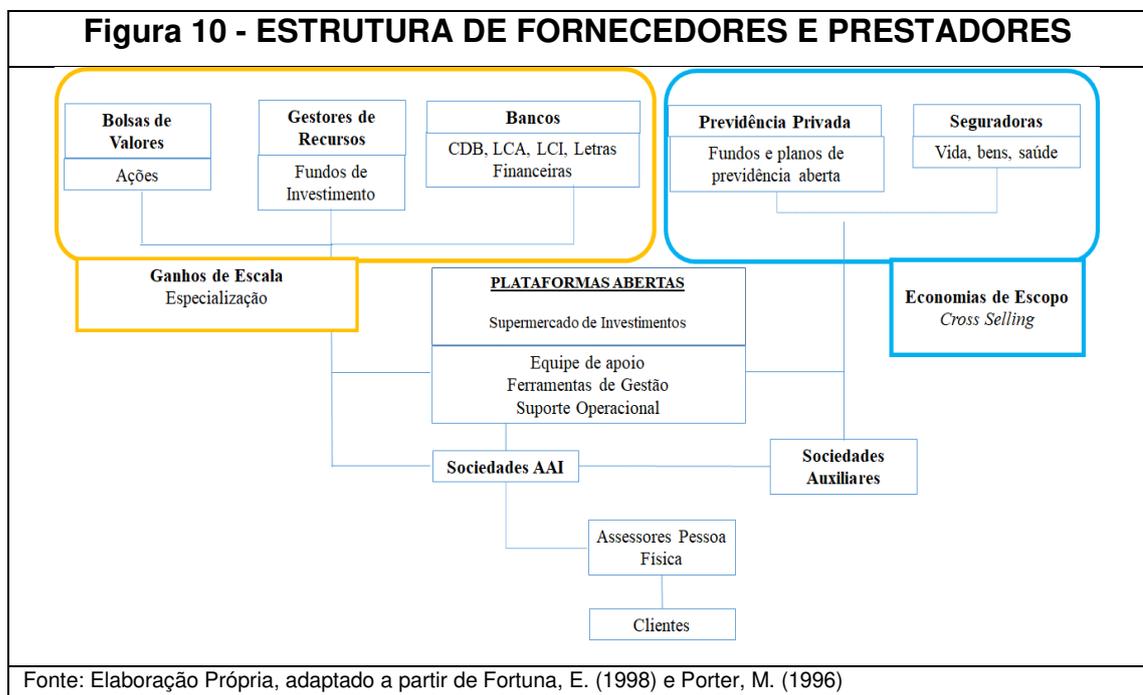
Com isso cada escritório de Agentes Autônomos tem a liberdade para atuar de maneira mais orientada para um determinado público ou região por exemplo. Nos bancos de varejo tradicional, o atendimento na forma *fast food*, é o mesmo em qualquer agência do país, embora nos seus braços para focalizar o Varejo de Alta Renda não predomine a impessoalidade, pelo contrário, caracteriza-se pelo atendimento pessoal. Entre as corretoras e escritórios diferentes há iniciativas diversas de modo a diferenciar cada 'marca' em operação.

Tendo em vista boa parte do trabalho do assessor ser feito de forma remota, uma infraestrutura robusta e sistemas integrados são importantes, mas conexões com os demais agentes do mercado – gestoras de recursos, bancos, distribuidores e empresas – são fundamentais. Mantém a rede abastecida de oportunidades acessíveis a todos os tipos de risco, prazos e rendas.

Funciona literalmente como um supermercado, onde o sortimento e a abundância das prateleiras são fundamentais para manter o investidor sempre ‘consumindo’ investimentos. O segredo para o crescimento do negócio é combinar o atendimento personalizado à capacidade de atender os clientes em escalas crescentes.

Um bom escritório de agentes autônomos de investimentos, atuando por meio de uma corretora bem estruturada, tem à sua disposição um leque de opções de investimento de diferentes gestoras de recursos, produtos bancários variados e inúmeros títulos negociáveis para realizar investimentos para seus clientes. Também conta com seguradoras e entidades de previdência privada direcionados para o planejamento fiscal, patrimonial e sucessório de longo prazo do cliente.

Estruturas operacionais e comerciais segmentadas são fundamentais para dar celeridade aos negócios, os escritórios em destaque mudaram de patamar quando adotaram estruturas de apoio e análise de dados (*business intelligence*).



O modelo multiproduto exige a **segmentação de atividades** – estruturas de atendimento de operações de renda fixa, renda variável, corretagem de seguros, previdência e cursos/treinamentos, mais recentemente crédito. Isso multiplica a possibilidade de realizar vendas cruzadas (**Cross Selling**) sob a mesma estrutura,

maximizando a extração de valor das operações e a presença no patrimônio do cliente (*SOW - share of wallet*).

2.8.1 Segmentação de atividades

O grande desafio para uma sociedade AAI ser bem-sucedida é manter um padrão de atendimento personalizado e especializado alinhado às expectativas do cliente. Deve expandir seu mercado sem perder a integridade de seu atendimento. Para tornar esta estrutura escalável, as sociedades AAI tem seguido modelos de especialização em atividades de suporte ao negócio e de ampliação do escopo de atuação do assessor.

As maiores sociedades AAI mantém equipes dedicadas a operações em mercados específicos – ações, renda fixa, futuros; e distribuição de produtos específicos – seguros e previdência. Assessores passam a ser atendidos por outros assessores de acordo com sua especialidade, otimizando as atividades e ampliando a carteira de investimentos e serviços adquiridos por um mesmo cliente.

Modelos de operação de sociedades AAI, segmentados de acordo com a grade de produtos da corretora contratante, permitem aumentar a escala de negócios. Oferecem oportunidades de fechamento de operações em bloco, diretamente na tesouraria da corretora, em melhores condições em relação àquelas disponíveis na plataforma da corretora.

Esse foi o caminho encontrado pelos escritórios em um ambiente onde a exclusividade é obrigatória. A revisão desta restrição vai permitir um novo posicionamento destas estruturas, por enquanto há limitações impostas pela lei.

De qualquer maneira, aquelas operações mais bem estruturadas do ponto de vista operacional respaldam o trabalho de assessoria e permitem a indicação de produtos mais agressivos ou conservadores dependendo do momento do mercado.

A 'mesa' de operações é soberana sobre a opinião individual do assessor. Se é recomendável realizar uma determinada operação, é mais prudente aos assessores seguirem conforme a orientação. Não pela certeza de ser o correto a ser

feito, mas pelo fato em caso de algo dar errado isso ser atribuído ao mercado e não à falta de habilidade do assessor.

2.8.1.2 Cross Selling

A estratégia de venda cruzada (*cross selling*) não é novidade na indústria de investimentos financeiros pessoais. Consiste na oferta de produtos e serviços na esteira do produto principal como forma de agregar valor à carteira do cliente, aumentar o SOW, o ticket médio do assessor e gerar recorrência de receitas e operações.

Produtos de Previdência Privada Complementar e seguros geram receitas recorrentes e não comprometem os investimentos, tendo em vista os desembolsos corresponderem a uma fração da renda. Além disso, a venda de um plano de aposentadoria ou um seguro de vida é bastante apropriada em um processo de planejamento financeiro, conforme visto na seção anterior (Clientes).

A sociedade AAI não está autorizada a desenvolver quaisquer outras atividades ou serviços não relacionados a distribuição de títulos e valores mobiliários. Isso cria uma restrição para a oferta de categorias de produtos sinérgicos ao negócio, mas não enquadrados compatíveis com as atribuições do AAI, como seguros de vida, cursos educacionais e produtos de Previdência Complementar.

A solução encontrada pelas corretoras junto aos agentes autônomos foi abrir uma sociedade auxiliar para exercer atividades de corretagem de seguros e previdência (Figura 10), distribuídos aos clientes dos assessores. Assim o AAI passa a ser preposto também de uma corretora de seguros e previdência vinculada à sociedade AAI ou à Corretora de Valores, contratada, como forma de se enquadrar nas condições para comercialização destes produtos.

A manutenção de duas sociedades com objetos virtualmente idênticos é onerosa para toda a cadeia e mais uma evidência da necessidade de readequações na regulamentação do exercício da profissão.

Considerações Finais ao Capítulo 2

Nas economias industriais, trabalhadores e administradores reuniam o conhecimento economicamente valioso a partir de atualizações menos frequentes. Em tempos pós fordistas, boa parte do conhecimento se torna obsoleta mesmo antes de ser amplamente testado face ao mundo real. A transição de um sistema de criação de riqueza para outro gera um descompasso na formulação de regras de governança (TOFLER, 2006).⁶⁶

São rápidas as mudanças no “conhecimento sobre o conhecimento, ou seja, como o conhecimento é organizado”. As divisões disciplinares tradicionais de geração do conhecimento “se dissolvem diante de nossos olhos” (Idem). Chegamos à Era da Ciência Transdisciplinar.

A IOSCO⁶⁷, em 1990, já havia alertado quanto à necessidade de as Comissões de Valores Mobiliários de cada país manterem sua integridade diante das necessidades exigidas pelos ‘novos’ tempos: *Regulation by Function, not by institution*⁶⁸.

“...entities operating in the securities industry must be overseen by Securities Commission, ..., and not, by the Central Bank... The Ministry of Finance should be excluded as well, due to the political Independence that regulation must exhibit.” (IOSCO, 1990).

A recomendação se aplica em função dos eventuais conflitos de interesse entre reguladores e órgãos políticos. Porém, também ocorre devido à diversificação de segmentos e produtos prevista para os anos seguintes. Previne, de acordo com o relatório da IOSCO, quanto ao risco de ‘super regulação’ (*overregulation*) do sistema, dando maior fluidez, celeridade e escala ao mercado de distribuição de valores mobiliários.

⁶⁶ <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,ERT22412-16366,00.html>

⁶⁷ Organização Internacional de Comissões de Valores

⁶⁸ Regular por função não por instituição (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD9.pdf>)

Avançando trinta anos, para os dias atuais, o *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI)⁶⁹ e a IOSCO apresentaram no relatório de implementação dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (PFMI)⁷⁰ as conclusões de uma avaliação sobre o grau, estrutura legal, regulatória e de supervisão para infraestruturas do mercado financeiro (FMIs) no Brasil.

A avaliação conclui a estrutura legal, regulatória e de supervisão brasileiras estarem em conformidade para todos as FMIs. O relatório aponta para a necessidade de maior clareza pública sobre a hierarquia entre as atribuições do Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). De maneira geral, CVM e BCB ainda exercem funções concomitantes na supervisão de transações com valores mobiliários.

A recém sancionada lei de ‘autonomia’ do Banco Central ainda precisa ter seus efeitos operacionais práticos testados, sob o risco de ser apenas mais uma manobra política para manter o apoio ‘do mercado’ até as próximas eleições. Ou trata-se de um ato concreto de empoderamento das funções essenciais⁷¹ da instituição que poderia inspirar movimento semelhante em outras autarquias, como a CVM.

O ‘mercado’ do século XX, do pregão viva voz, das pequenas corretoras e distribuidoras, elitizado e exclusivista, deu lugar a um ambiente popular, leigo, digital e imprevisível. O regulador deve responder a essas mudanças.

Neste segundo capítulo, focalizamos A Economia Normativa: *o que deveria ser*. Observamos como os diferentes participantes do mercado de investimentos financeiros pessoais se acomodam a (ao se incomodarem com) as normas e procedimentos. Por meio dos detalhamentos das exigências regulatórias do mercado de trabalho dos AAI, foi possível apresentar o *status quo* da profissão.

⁶⁹ O Comitê de Infraestruturas de Mercado e Pagamentos (CPMI) é um órgão regulador de padrões internacionais que promove, monitora e faz recomendações sobre a segurança e eficiência dos pagamentos, compensações, liquidação e acordos, apoiando a estabilidade financeira e a economia em geral. A CPMI também serve como um fórum para a cooperação de bancos centrais em questões relacionadas a supervisão, política e operacionais, incluindo a prestação de serviços do banco central (*Bank of International Settlements*, BIS).

⁷⁰ <https://www.bis.org/cpmi/publ/d196.htm>

⁷¹ Define a estabilidade de preços como objetivo fundamental do BC. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, a instituição também terá por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego. (<https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17315/nota>)

O esquema analítico das forças competitivas complementou a visão regulatória. Procurei transmitir como, na prática, estes participantes interagem, quais são os gargalos e as assimetrias na atuação da profissão, o debate vigente e quais mudanças estão em andamento.

Os agentes autônomos, registrados na CVM, encerraram no ano de 2019 com 10.798 profissionais, um avanço de 38,8% ante os 7.788 existentes ao final de 2018. No total, o número de participantes regulados pela CVM atingiu 54.458 entidades: um avanço anual de 6,8%.

Fica claro o aumento na complexidade e da necessidade de maior supervisão, vigilância e celeridade nas normas. Os avanços na realidade quotidiana têm se acelerado e as normas e procedimentos devem ser revistas como forma de adequação a uma realidade diferente da observada nos anos 2010.

A regulação vigente da profissão do agente autônomo (ICVM 497/11) foi formulada logo após a recém-saída da crise do *subprime* de 2008. Seus efeitos ainda estavam se propagando. Quando reformulou as regras, a CVM adotou exigências jamais implementadas anteriormente, como a exclusividade e a restrição da sociedade simples aos AAI.

Essas restrições perderam o sentido. A evolução tecnológica permite fiscalização precisa. A cadeia de responsabilidades estabelecidas entre corretoras, reguladores e agentes autônomos tem delimitações claras de onde se encerram e onde se estabelecem.

A implementação da exclusividade contratual e não regulatória, permitindo a *multipreposição* e a conversão das sociedades simples e empresariais, são elementos normativos fundamentais. Compatibilizam as regras do jogo ao amadurecimento do mercado de investimentos financeiros pessoais.

Ao investigar se os AAI necessitam, de fato, conhecer a Ciência Econômica, pelo menos as Finanças Racionais e as Finanças Comportamentais,

fica claro ela ser necessária, mas não ser absolutamente suficiente para o exercício da profissão. A arte exige muito maior conhecimento e habilidades distintas (empatia com os clientes, conhecimento da psicologia dos investidores, capacidade de lidar com dados e informações para traçar cenários etc.) daquelas tradicionais do economista. Na verdade, muitas idealizações racionais da Ciência Econômica ortodoxa são até dispensáveis, como é o caso daquelas relacionadas às melhores decisões baseadas no *princípio da racionalidade*.

Habilidades interpessoais, rede de relacionamentos, compreensão e visão holística são qualificações não formalmente ensinadas, mas aprendidas no exercício profissional. Por outro lado, as Finanças Comportamentais trazem conceitos e estratégias identificados ao dia a dia dos assessores, ajudando na identificação de padrões de comportamento enviesados e evitar armadilhas cognitivas.

Embora seja um ramo de conhecimento merecedor pelo menos de três prêmios Nobel da Ciência Econômica (Daniel Kahneman em 2002, Robert J. Shiller em 2013, Richard Thaler em 2017), a Economia Comportamental ainda não é uma disciplina obrigatória nos cursos de graduação em Economia e, menos ainda, na formação de profissionais de assessoria de investimentos, no caso, através de Finanças Comportamentais.

Pela ótica da oferta desses serviços profissionais, há algo incapaz de ser atendido, seja pela Economia Abstrata, seja pela Economia Normativa, mas ensinado somente pela Arte de Decisões Práticas: *como* fazer cálculos financeiros em dada realidade mutante, porém, datada e localizada.

No próximo capítulo, encerrarei a apresentação dos meus argumentos em defesa de minha tese de Doutorado – *o conhecimento de Ciência Econômica é necessário, mas é insuficiente* – com a observação deste mercado profissional dos AAI pela ótica da demanda, isto é, da segmentação dos clientes.

Capítulo 3

Perfil do Investidor Brasileiro segundo Renda e Riqueza

3.1 Introdução

No capítulo anterior, foram abordadas as principais questões guiando o debate em curso no mercado de investimentos financeiros pessoais do Brasil. Com o intuito de observar as rivalidades entre os *players* da indústria e reunir elementos para defender a hipótese do perfil profissional ideal para atuação nesse mercado, organizei as informações a partir do relacionamento de cada *player* com os Agentes Autônomos de Investimentos (AAI).

O objetivo deste capítulo será identificar como se faz a acumulação da riqueza financeira pessoal pelos diversos investidores brasileiros. Até o momento, foram tratados assuntos relacionados a elementos circundantes à realidade, como a descrição da legislação vigente e a evolução recente dos aspectos concorrenciais e seus efeitos na relação do AAI com os clientes.

A partir da avaliação de estudos publicados sobre renda, patrimônio e investimentos financeiros, analisarei os dados disponíveis para identificar como se distribui a riqueza financeira pessoal, no Brasil, pelos clientes alocados em três segmentos de mercado – Varejo Tradicional, Varejo de Alta Renda e *Private Banking*.

As evidências quantitativas da realidade, apresentadas neste último capítulo, reforçam minha hipótese de não ser possível atribuir posturas conservadoras, moderadas ou agressivas a partir de características pessoais subjetivas e comportamentais do investidor financeiro brasileiro. O perfil é dinâmico e pode mudar conforme o acesso a serviços de assessoria, a renda/patrimônio disponível e o momento do ciclo econômico.

Posturas mais agressivas ou conservadoras estão inicialmente condicionadas a aspectos socioeconômicos bem objetivos como renda, idade, escolaridade, patrimônio e círculo social. Mais recentemente, depois de terceirizada

a gestão do dinheiro, gerentes, blogueiros e assessores de investimentos passaram a influenciar a tomada de decisões de seleção de carteira de ativos financeiros.

A fase dos ciclos econômico e de endividamento é dominante na definição de qual postura financeira deve ser adotada a cada passo ou rodada de balanceamento dessa carteira. As intensas mudanças em curso na indústria de investimentos financeiros pessoais no Brasil tendem a ampliar a influência dos AAI na definição da alocação dos investimentos financeiros pessoais e, por extensão, no perfil do investidor definido *ex-post*.

3.2 Distribuição Global dos Ricos e da Riqueza

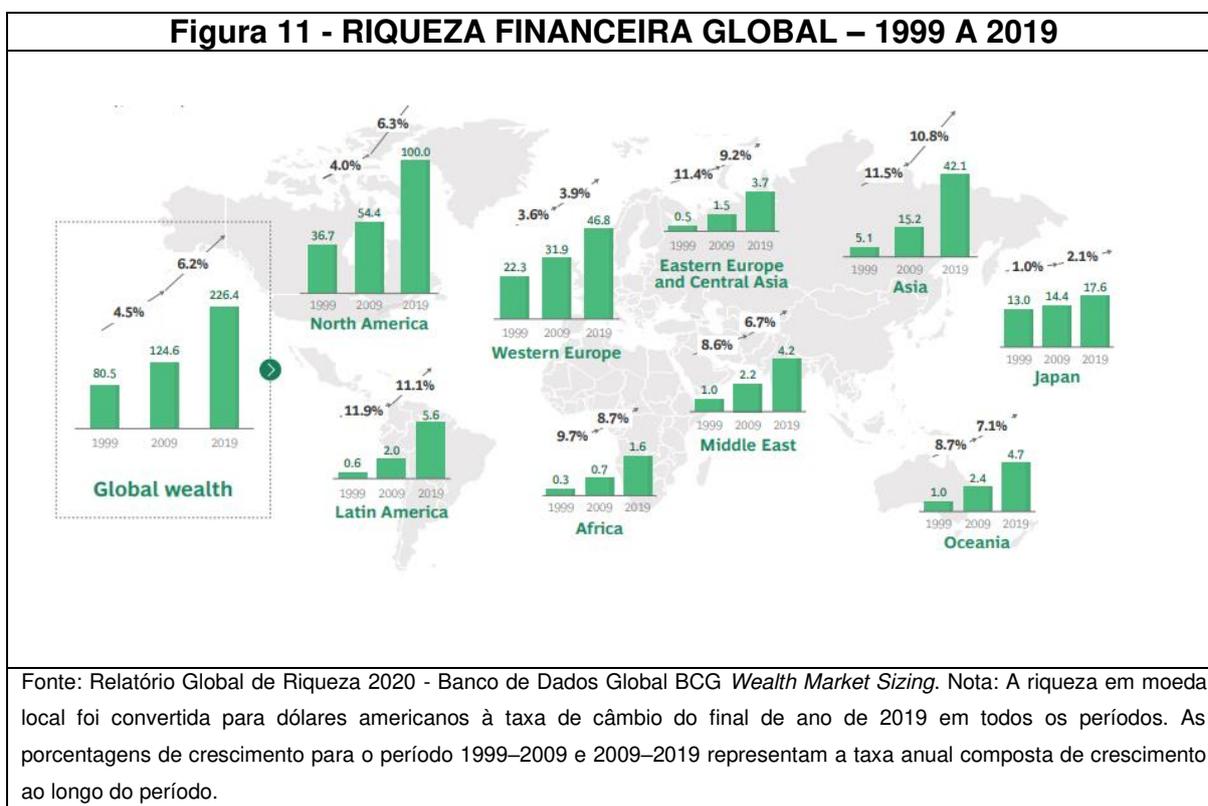
Antes de entrar diretamente do mercado brasileiro, cabe uma breve apresentação de como está distribuída a riqueza privada global. Os participantes do mercado de assessoria de investimentos no Brasil adotam práticas de grandes gestores de patrimônio, em especial nos Estados Unidos, como referência em suas operações.

Uma das hipóteses em consideração é a trajetória de organização da riqueza seguir caminhos semelhantes em diferentes países do capitalismo de mercado ocidental. Reforça minha hipótese de aspectos objetivos como renda presente, patrimônio acumulado e disponibilidade de acesso a serviços de assessoria de investimentos serem definidores das posturas de alocação da riqueza em lugar de suposto perfil psicológico individual do investidor quanto à aversão ou propensão ao risco.

Uma visão geral sobre estes aspectos ajuda na identificação de semelhanças e diferenças das experiências em outras economias com o caso do Brasil. São questões-chaves as seguintes: Qual a estratificação social da riqueza pessoal no mundo e no Brasil? Como se distribuem e como se classificam as riquezas pessoais? Modelos de 'enriquecimento financeiro' baseados no ciclo de vida são realistas para o Brasil? Orientações de investimentos financeiros são universais e atemporais?

A capacidade de medir a riqueza global deveria ser limitada às estimativas do valor de bens e ativos em diferentes mercados, distribuídos entre diferentes escalas de liquidez. Apesar destas restrições, alguns estudos públicos de consultorias especializadas no tema oferecem modelos e dados importantes a respeito de veículos e instrumentos financeiros pertinentes para a compreensão das trajetórias recentes de alocação da riqueza financeira pessoal em nível global.

De acordo com o *Relatório de Riqueza Global 2019* publicado pelo Boston Consulting Group⁷², a riqueza financeira privada global⁷³ somou US\$ 226,4 trilhões em 2019, tendo crescido a uma taxa anual ponderada de 5,31% a partir de 1999, quando essa riqueza somava R\$ 80,5 trilhões.



A distribuição é bastante desigual. Quase três quartos (72,6%) da riqueza financeira total de ativos negociáveis (US\$ 146,8 tri.), estão registrados em nome de residentes da América do Norte (44,2%), Europa Ocidental (20,7%) e Japão (7,8%). Estas regiões, no entanto, são aquelas onde o crescimento tem sido mais lento nos últimos anos.

⁷² https://image-src.bcg.com/Images/BCG-Global-Wealth-2020-Jun-2020_tcm9-251066.pdf

⁷³ A riqueza financeira privada total consiste em dinheiro, depósitos a vista, títulos, ações e participações em fundos de investimento; seguro de vida e pensões e outras pequenas classes de ativos financeiros.

Enquanto o crescimento nestas regiões tem sido de no máximo 6,3% ao ano (América do Norte), Ásia e América Latina cresceram acima dois dígitos, 10,8% e 11,1%, respectivamente nos últimos 10 anos. Os mercados emergentes aumentaram a participação na riqueza global de 9,3% em 1999 para 25,3% em 2019. De acordo com o relatório, estes mercados de crescimento rápido, liderados pela Ásia, tendem a superar os mercados maduros (EUA, Europa e Japão) nos próximos vinte anos.

O relatório do BCG segmenta a riqueza pessoal de acordo com o patrimônio individual:

- Até US\$ 250 mil – Varejo (*retail*)
- De US\$ 250 mil até US\$ 1,0 milhão – Afluentes (*Affluent*)
- De US\$ 1,0 milhão até US\$ 20,0 milhões – *Lower High Networth*
- Entre US\$ 20,0 milhões e US\$ 100,0 milhões – Patrimônio Elevado (*High Networth*)
- Acima de US\$ 100,0 milhões – Patrimônio ultraelevado (*Ultra-high Networth*)

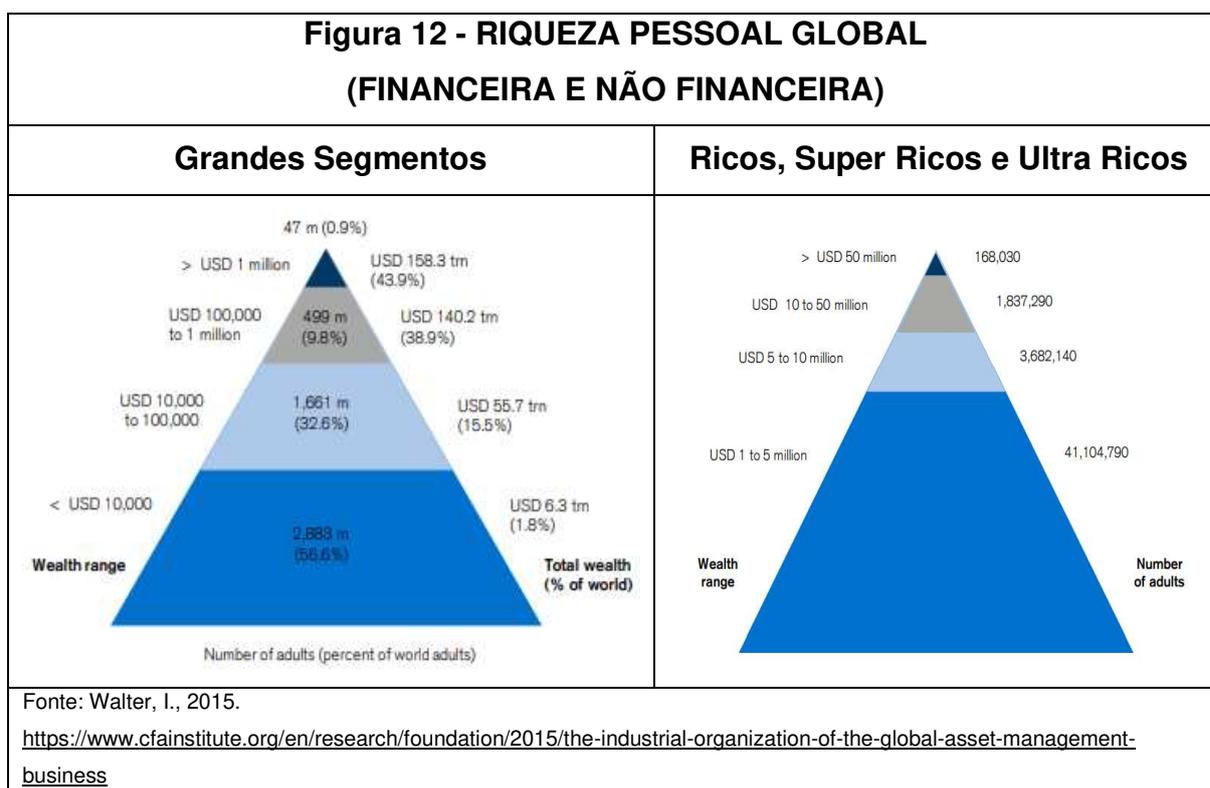
Esta divisão segmentada por tipo de riqueza também cresceu de maneira desigual, oscilando nos anos de crises financeiras globais, mas recuperando o ritmo nos momentos de expansão econômica. Os segmentos de maior renda (*Lower High, High e Ultra-high*) apresentaram o maior crescimento nos últimos 20 anos. O número de milionários (em USD) globalmente quase triplicou nos últimos 20 anos, de 8,9 milhões em 1999 para mais de 24 milhões ao final de 2019. Em conjunto, detêm mais de 50% da riqueza financeira total.

A distribuição individual da riqueza no mundo também segue a mesma desigualdade observada entre os países. Cerca de 2,9 bilhões de indivíduos – 56,6% de todos os adultos no mundo – detinham patrimônio de até US\$ 10 mil em 2019. Na média, cada indivíduo neste segmento possui uma riqueza equivalente a US\$ 2,2mil. Este grupo está desprovido de qualquer acesso a serviços ou produtos financeiros.

O segmento da faixa de US\$ 10 mil a US\$ 100 mil apresentou o maior aumento em 20 anos, triplicando de 514 milhões em 2000 para 1,66 bilhões de pessoas em 2019. A riqueza média desse grupo é de US\$ 33.530, pouco menos da metade da média mundial, mas consideravelmente acima da riqueza média dos países onde a maioria reside.

Enquanto a pirâmide se estreita, aumenta a concentração de riqueza em um menor número de pessoas; indivíduos com riqueza entre US\$ 100 mil e US\$ 1,0 milhão passaram de 212 milhões de pessoas para 499 milhões em 2019. Detém US\$ 140,2 trilhões ou 38,9% da riqueza global, mas representam 9,8% da população adulta. Essa população é representada pela classe média da riqueza dos países centrais, EUA/Canadá, Europa Ocidental, UK e Japão.

Os ricos estão apresentados no último nível da pirâmide. São 47 milhões de pessoas (0,9% da população mundial) com patrimônio superior a US\$ 1,0 milhão, um número pequeno de pessoas, em relação à população planetária, detém 43,9% da riqueza mundial. Foi também o segmento onde o crescimento foi mais acentuado ao longo dos últimos 20 anos: quase quatro vezes em relação aos US\$ 39,6 trilhões de 2000, para US\$ 158,3 trilhões em 2019.



Detalhando a ponta da pirâmide (Figura 12, à direita) é possível examinar a distribuição da riqueza no segmento dos milionários. Eles somaram 46,8 milhões de indivíduos em 2019, sendo 41,1 milhões (88% do grupo) com patrimônio entre US\$ 1,0 milhão até US\$ 5,0 milhões. Outros 3,7 milhões de adultos (7,9%) detém entre US\$ 5,0 e US\$ 10,0 milhões e 1,8 milhões de adultos mantém riqueza acima de US\$ 10 milhões até US\$ 50 milhões. Os ultras ricos, com riqueza acima de US\$ 50 milhões somam apenas 168.030 pessoas.

Tabela 5 - VARIAÇÃO NO NÚMERO DE MILIONÁRIOS

Main gains Country	Adults (thousands) with wealth above USD 1 m		
	2018	2019	Change
United States	17,939	18,614	675
Japan	2,838	3,025	187
China	4,289	4,447	158
Germany	2,122	2,187	65
Netherlands	789	832	43
Brazil	217	259	42
India	725	759	34
Spain	945	979	33
Canada	1,293	1,322	30
Switzerland	791	810	19
World	45,647	46,792	1,146

Fonte: Global Wealth Report 2019, CSFB.
<https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>

A maior parte dos milionários reside nos Estados Unidos (47,9%), seguido da China (10,8%) e Alemanha (4,0%). O segmento de milionários cresce anualmente no mundo inteiro, liderado conforme visto acima pelos EUA e China. Pela estimativa dessa consultoria, o Brasil registrou um total de 259 mil indivíduos com patrimônio superior a US\$ 1,0 milhão em 2019, alguns deles já apresentados no primeiro capítulo.

Mais importante é conhecer as razões pelas quais estes indivíduos tornaram-se milionários a saber quem são. Em estudo de 2015, publicado pelo *CFA Institute*⁷⁴, Ingo Walter (2015) utiliza as mesmas informações acima, mas

⁷⁴ <https://www.cfainstitute.org/en/research/foundation/2015/the-industrial-organization-of-the-global-asset-management-business>

atualizadas para 2019 (Tabela 5) para traçar um panorama da indústria de gestão da riqueza financeira.

De acordo com o estudo, a dinâmica do mercado global de investimentos financeiros é tanto complexa quanto geograficamente diversa. Os países representados pelos mercados da OCDE ainda são dominantes globalmente considerando o porte e maturidade institucional, mas o crescimento recente tem sido maior nos mercados emergentes asiáticos e latino-americano.

O processo de construção do estoque de riqueza está fundamentado no investimento capitalizado das diferenças entre os fluxos de renda e os gastos em consumo. Representa a acumulação de capital em diferentes instrumentos de riqueza. O amplo espectro de segurança, rentabilidade e liquidez em diversos tipos de ativos está sujeito a inúmeras variáveis, mas há uma relação direta entre a riqueza pessoal acumulada e a renda nacional dos países, conforme o estágio do ciclo econômico (WALTER, 2015). Afinal, a acumulação de capital tem como fonte original o valor adicionado pelo trabalho e apropriado pelas famílias, empresas, bancos e governos.

Por isso mesmo, nas economias mais ricas de capitalismo maduro residem a maior parte dos adultos de faixas superiores de renda e riqueza. Seus mercados de capitais e serviços financeiros são amplos e desenvolvidos sob o ponto de vista de liquidez, custos de transação e acesso facilitado.

As conclusões do estudo reforçam minha hipótese de a renda e o acesso a serviços financeiros serem elementos superiores à postura de risco individual na decisão de alocação em produtos financeiros. Caso confirmada com fatos e dados, atesta minha hipótese: *o perfil do investidor não é subjetivamente determinado, mas sim objetivamente determinado.*

Cabe questionar, no entanto, se há correlação ou causalidade. Há uma diferença entre recebedores de *fluxo de renda* (valor adicionado) e detentores do *estoque de riqueza* (valor apropriado e acumulado). Por exemplo, o valor acumulado em ações se descola dos fundamentos macroeconômicos (e até mesmo microeconômicos e setoriais), tanto em fases de *boom*, quanto nas de *crash*.

Segundo a Pesquisa Global Insights HNW Capgemini 2020, com consulta a mais de 2.500 HNWI⁷⁵ em 21 dos principais mercados de riqueza na América do Norte, América Latina, Europa e região da Ásia-Pacífico, as ações eram a classe de ativos mais significativa de janeiro a fevereiro de 2020, quando passaram a representar 30% da carteira financeira global do HNWI, ou seja, com elevação de quase quatro pontos percentuais (pp) em relação ao primeiro trimestre de 2019.

Ativos com alta liquidez ficaram na segunda posição, com 25%, uma queda de três pontos percentuais em relação ao primeiro trimestre de 2019. Esses dados não refletem ainda o impacto significativo do surto de COVID-19 seus efeitos deletérios. Em terceira posição, permaneceu “renda fixa” com 17%. Teve queda de 0,5 pp em relação ao primeiro trimestre de 2019. Na quarta posição, estavam imóveis com queda de 1,2 pp para 14,6%. Está excluída a residência principal. A última preferência na seleção de carteira de ativos, em nível global, se manteve em 13% com “investimentos alternativos”, incluindo produtos estruturados, fundos hedges (multimercados), derivativos, moeda estrangeira, commodities, e *private equity*.

As questões pertinentes à distribuição e origens da riqueza global fornecem pistas para serem seguidas no estudo da próxima seção, onde são respondidas as perguntas iniciais desta seção referentes a realidade brasileira.

3.2 Riqueza Financeira e Postura do Investidor Brasileiro

Serão utilizados nesta seção dados públicos da ANBIMA e da Secretaria da Receita Federal. Diante destas informações pretendo somar novas evidências para confirmar minha tese da impossibilidade de se identificar o perfil psicológico do investidor brasileiro a priori por fatores meramente subjetivos.

Sua postura habitual se configuraria, de maneira intuitiva ou instintiva, a partir de suas experiências vivenciadas previamente ou “escola-da-vida”. Embora suas decisões individuais sejam influenciadas por estes aspectos experimentados, a fase do ciclo econômico-financeiro e o acesso a serviços profissionais acabam por predominar na postura adotada no momento do investimento.

⁷⁵ <https://www.capgemini.com/news/research-world-wealth-report-2020>. Acrônimo para *High-net-worth individuals*, ou Indivíduos de elevado patrimônio.

Por isso, defendo a tese de, em última análise, o conhecimento da Ciência Econômica, seja em formação escolar, seja por autodidatismo, ajuda bastante o AAI circunstanciar as decisões práticas financeiras em um contexto macroeconômico mais amplo.

A Economia como Arte da Retórica colabora para oferecer argumentos mais bem fundamentados aos clientes, atuando em uma perspectiva de seleção de carteira de ativos com rendimentos e ganhos de capital em longo prazo. O ensino formal de Ciências Econômicas, por sua vez, deve incluir disciplinas complementares como as Finanças Comportamentais para aguçar a visão sistêmica necessária ao bom economista.

A segmentação proposta pela ANBIMA é análoga à apresentada no estudo do BCG, visto na seção anterior. Os segmentos *high* (elevada) e *ultra-high* (ultraelevada) estariam considerados como *private banking*, os afluentes entrariam no varejo de alta renda e o restante no varejo tradicional.

A presença de apenas três segmentos, ao invés dos cinco da hierarquia global, talvez seja suficiente para o Brasil, devido ao número limitado de milionários – e ainda menor de bilionários. Além disso, há enorme contingente de pessoas sem acesso a quaisquer serviços financeiros ou alternativas de investimento. A maior parte da população recebe baixa renda, sendo por isso apenas depositante de cadernetas de poupança com baixo saldo médio.

A avaliação da distribuição dos investimentos em cada categoria **não** tem como objetivo identificar o arquétipo “brasileiro”. Minha tese inclui a suposição de não existir esse “tipo ideal” ou agente representativo, uma espécie de média de todos os brasileiros, dada a extrema desigualdade e heterogeneidade socioeconômica do País.

Cada um dos 171 milhões brasileiros com 14 anos ou mais, obtendo alguma sobra de renda, toma (ou não) suas decisões de alocação de investimentos com base não apenas em seus medos e esperanças individuais, mas segue também conveniências objetivas, como renda, meio social e acesso a oportunidades de investimentos.

3.2.1 Investimentos Financeiros Pessoais

A ANBIMA segmenta o mercado brasileiro de investimentos financeiros pessoais de acordo com a renda e patrimônio dos clientes atendidos pelas mesas de investimentos de bancos e corretoras: Varejo Tradicional, Varejo de Alta Renda e *Private Banking*.

Os valores diferem entre as instituições, mas em geral clientes do Varejo Tradicional obtém renda mensal abaixo de R\$ 10 mil e patrimônio financeiro de até R\$ 100 mil em volume de negócios. No Varejo de Alta Renda, o cliente deve ter renda mensal mínima de R\$ 10 mil ou patrimônio financeiro superior a R\$ 100 mil até R\$ 3,0 milhões. Em algumas instituições, delimita-se o “teto” desse segmento em volume de negócios em R\$ 5,0 milhões.

O segmento *Private Banking* considera aplicadores com pelo menos R\$ 3,0 milhões, mas algumas instituições exigem mínimos maiores a partir de R\$ 5,0 milhões ou R\$ 10,0 milhões. No caso do Banco Itaú, detentor de 32% do valor dos investimentos de clientes *Private Banking*, a exigência mínima está em R\$ 10 milhões.

Em fevereiro de 2021, o mercado de investimentos financeiros somava um total de R\$ 3,7 trilhões em investimentos distribuídos nos mais diversos produtos nestes três segmentos, conforme as tabelas abaixo.

Tabela 6 - DISTRIBUIÇÃO DE INVESTIMENTOS POR SEGMENTO

Fevereiro 2021 - R\$ MM	Investimentos por Segmento					
	Tradicional	% T	Alta renda	% T	Private	% T
Fundos de Investimento	156.231	13,8%	440.020	41,5%	758.458	51,3%
Abertos	150.409	13,2%	404.340	38,2%	356.263	24,1%
Estruturados	5.823	0,5%	35.680	3,4%	32.301	2,2%
Exclusivos	-	0,0%	-	0,0%	369.894	25,0%
Títulos e Valores Mobiliários	194.126	17,1%	470.960	44,5%	716.339	48,5%
Ações	19.904	1,8%	104.740	9,9%	407.075	27,6%
Títulos Públicos	9.136	0,8%	33.125	3,1%	27.759	1,9%
Títulos Privados	165.086	14,5%	333.095	31,4%	281.505	19,1%
Poupança	785.092	69,1%	148.323	14,0%	2.648	0,2%
Total	1.135.450	100,0%	1.059.303	100,0%	1.477.446	100,0%



Fonte: Anbima (<https://www.anbima.com.br/pt-br/pagina-inicial.htm>)

Comparativamente, a segmentação evoluiu conforme as tabelas abaixo desde dezembro 2015 até dezembro 2020.

Valores em R\$ milhões dos Segmentos de Clientes				
Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	825.638	586.212	712.480	2.124.331
dez-16	853.085	693.964	831.594	2.378.642
dez-17	916.059	778.147	968.802	2.663.007
dez-18	958.703	872.590	1.080.826	2.912.119
dez-19	968.288	987.868	1.306.861	3.263.018
dez-20	1.164.379,6	1.054.049,4	1.482.641	3.701.070

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Concentração da Riqueza Financeira dos Segmentos				
Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	38,9%	27,6%	33,5%	100,0%
dez-16	35,9%	29,2%	35,0%	100,0%
dez-17	34,4%	29,2%	36,4%	100,0%
dez-18	32,9%	30,0%	37,1%	100,0%
dez-19	29,7%	30,3%	40,1%	100,0%
dez-20	31,5%	28,5%	40,1%	100,0%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Número de Clientes (FIF+TVM) por Segmentos (1.000)				
Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	6.323.376	3.146.863	109.894	9.580.133
dez-16	6.518.557	3.551.014	112.036	10.181.607
dez-17	7.262.574	3.776.676	117.421	11.156.671
dez-18	8.094.290	3.994.329	121.383	12.210.002
dez-19	9.099.826	4.599.209	120.424	13.819.459
dez-20	11.066.715	5.503.207	122.509	16.692.431

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Riqueza Financeira (FIF + TVM) Per Capita Segmentos (R\$)

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Média
dez-15	R\$46.410	R\$163.794	R\$6.483.339	221.743
dez-16	R\$49.214	R\$174.446	R\$7.422.556	233.621
dez-17	R\$47.146	R\$182.078	R\$8.210.069	238.692
dez-18	R\$41.929	R\$190.565	R\$8.904.258	238.503
dez-19	R\$33.888	R\$187.978	R\$10.852.168	236.118
dez-20	R\$32.015	R\$155.938	R\$12.102.299	143.436

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa) Obs: s/poup.

Além das diferenças óbvias nas exigências mínimas das categorias, a composição dos investimentos muda bastante a cada categoria. Os depósitos de poupança, dada sua simplicidade e isenção de tarifas, são ativadas como espécies de contas correntes. Predominam como opção no varejo tradicional. Já no varejo de alta renda e *private* há produtos mais sofisticados, como ações e títulos de crédito. Chama a atenção os 27,0% alocados em Fundos Exclusivos no segmento *private*, produto indisponível para os demais segmentos.

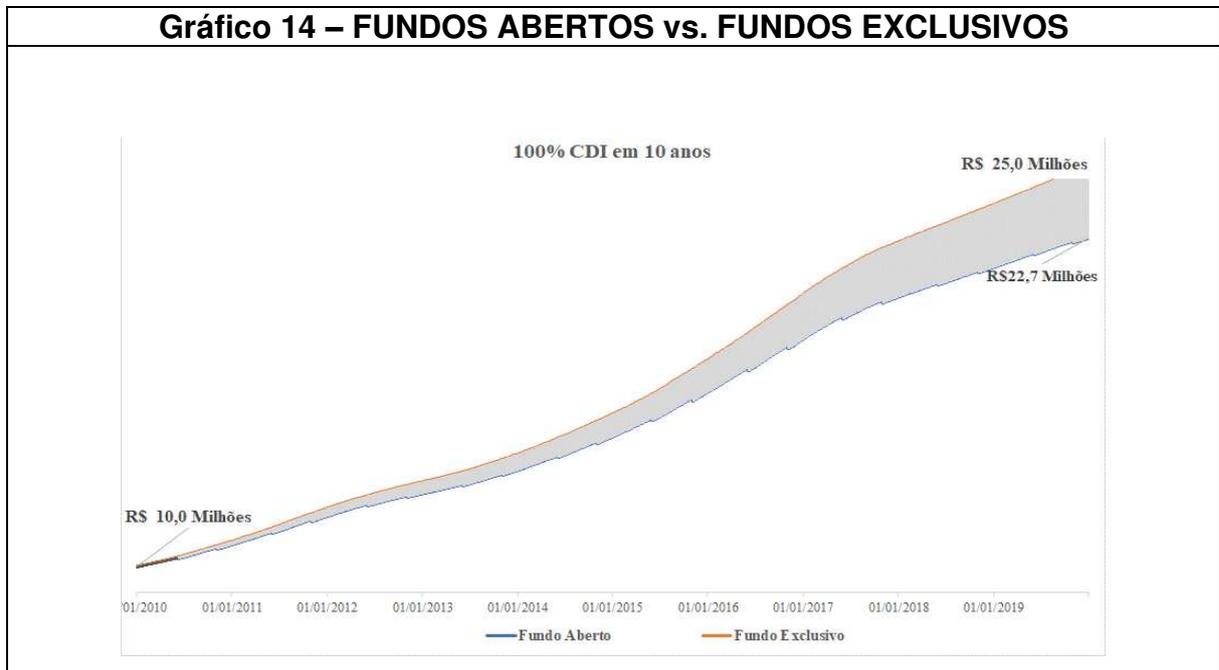
Estes veículos de investimento são fundos fechados, com número limitado de cotistas geralmente, membros de uma mesma família ou grupo financeiro. Entre os motivos para se constituir um Fundo de Investimentos Exclusivo é segregar os bens de cada membro da família de maneira a preservar o patrimônio financeiro de cada qual em casos de sucessão. É parte do *planejamento sucessório*, quando há também *planejamento tributário*. A partir de R\$ 10 milhões de patrimônio do grupo econômico, já é possível constituir um Fundo Exclusivo.

As vantagens tributárias são superiores a manter investimentos diretamente na pessoa física. O recolhimento do imposto de renda ocorre somente no resgate de cotas, sem incidência do 'come cotas'⁷⁶ sobre os rendimentos e isenção do Imposto sobre Operações Financeiras.

Evitar despesas e a burocracia na sucessão de bens e menores alíquotas de impostos permite auferir ganhos superiores. É possível realizar movimentações de ativos livremente, sem o ônus do recolhimento tributário, a tributação incide apenas no resgate das cotas. Um investidor de varejo, aplicando em um fundo

⁷⁶ Tributação de 15% de Imposto de renda sobre o ganho de capital debitada nos meses de maio e novembro, independente mesmo sem resgates.

aberto com a carteira idêntica à de um fundo exclusivo *private*, obtém menores rendimentos brutos.



Fonte: Cetip/B3. Elaboração Própria. Não inclui taxa de administração.

A simulação acima considera a aplicação de R\$ 10,0 milhões em janeiro de 2010 remunerado a 100% do CDI até 31/12/2019. Supondo a mesma carteira para um Fundo Aberto e um Fundo Exclusivo Fechado, sem resgates ou aplicações, o fundo exclusivo seria R\$ 2,723 milhões mais rentável se comparado ao fundo aberto.

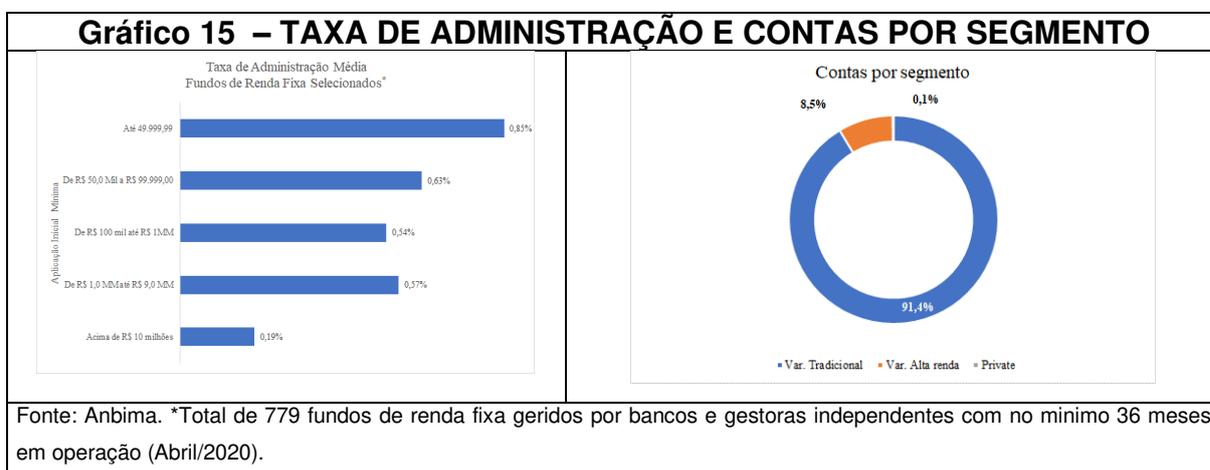
Esta é uma evidência importante para testar a hipótese de *quanto maior o patrimônio disponível para investir melhores as oportunidades para multiplicá-lo*. Há discriminação em incentivo fiscal para ricos permanecerem cada vez mais ricos. A concorrência é desigual com clientes de outros segmentos aspirantes a ascensão ao *private*.

As diferenças no tratamento dispensado a cada público não se restringem ao atendimento pessoal diferenciado da alta renda e massificado no varejo tradicional ou com exclusivismo do *private*. O acesso a isenções fiscais em lucros e dividendos, maior fonte de renda significativa entre os mais ricos, também é mais amplo e, em consequência, correlacionado ao patrimônio financeiro pessoal maior.

No extremo oposto, estão os pequenos poupadores do segmento de Varejo Tradicional. A maior parte deste público é atendida nas agências dos grandes bancos de varejo, por meio de gerentes e funcionários nas agências. Os produtos de investimento em geral são veículos financeiros de fácil compreensão, alta liquidez, baixo rendimento, taxas de administração acima da média.

A maioria dos recursos (69,1%) estão aplicados em depósitos de poupança, os investimentos em títulos e valores mobiliários (17,1%) e fundos de investimento (13,8%) em geral estão alocados em veículos sob gestão ou em ativos emitidos pela própria instituição. A sofisticação dos produtos e o nível de serviços é baixo e massificado, impessoal, digitalmente realizado pelo próprio cliente.

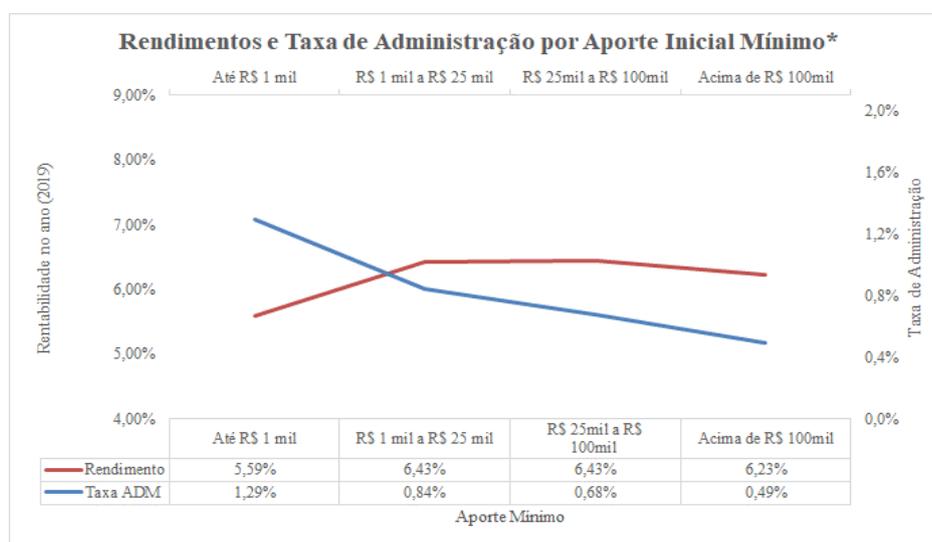
Quanto menor volume de negócios financeiros, a incidência de tarifas é maior e as taxas de administração são mais altas, mesmo para aqueles fundos da mesma categoria disponíveis para outros segmentos. O ‘varejão’ como é pejorativamente chamado, concentra o maior número de contas abertas (82,9 milhões), mais de dez vezes as 7,7 milhões no Varejo de Alta Renda, chamado de forma mais elitizada de *middle*, e apenas 120,2 mil no segmento *Private Banking*.



Apesar de o mesmo CPF poder possuir muitas contas, a diferença na quantidade entre os segmentos é representativa das disparidades no mundo dos investimentos. A imensa maioria das contas abertas em abril/2020 estava pulverizada entre milhões de clientes do varejo tradicional, com valores médios investidos de R\$ 12,2 mil.

Esse segmento, massificado, disperso e pulverizado inclui uma série de fundos com valores de aporte inicial baixos. Uma combinação de falta de informação, alternativas e custos de mudança elevados conduz à perpetuação de um sistema de cobrança de tarifas e taxas em fundos de investimentos não mais rentáveis em relação aos demais fundos da mesma categoria com aportes mínimos mais elevados.

Gráfico 16 – RENDIMENTOS FUNDOS vs. TAXA DE ADMINISTRAÇÃO



Fonte: Anbima – Tabelas mensais de Fundos (dez./2019). * Fundos da Categoria Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento.

Por outro lado, para valores cada vez mais elevados de aporte aumenta a rentabilidade e diminuem os percentuais das taxas de administração porque os valores nominais ganhos pelos administradores de recursos de terceiros são muito maiores. Logicamente, o número de contas diminui e o saldo médio dos investimentos aumenta: R\$ 122,9 mil no varejo alta renda e R\$ 10,2 milhões no segmento *private*.

Costa (2020) alerta: “médias são uma forma rápida de transmitir informação. Frequentemente nos contam algo útil. As sociedades modernas não poderiam funcionar sem elas, mas qualquer simplificação de informação também pode ser enganadora – e as médias não são uma exceção. As médias iludem ao esconder uma dispersão (uma gama de diferentes números) em um único número.

Quase sempre, obtemos um quadro mais preciso indo um pouco mais fundo e examinando não apenas as médias, mas também a dispersão: não somente o grupo amontoado junto, mas a continuidade existente entre indivíduos. Em geral, grupos aparentemente distintos na verdade estão sobrepostos em seus extremos.”

No entanto, nem sempre a base da dados, divulgada ao público, permite calcular e comparar médias, modas e medianas. Exemplificamos com a tabela abaixo, elaborada por Costa (2020) a partir de dados de dois grandes segmentos de clientes apurados pela ANBIMA: varejo, subdividido em tradicional e alta renda (em geral com volume de negócios financeiros acima de R\$ 100.000), e *Private Banking*. O corte deste não é uniforme: há bancos incluindo acima de três milhões de reais, outros cinco e até mesmo dez milhões de reais em aplicações financeiras. É uma *proxy* de milionários em dólares.

Pela tabela abaixo, nos últimos quatro anos, desconsiderando os depósitos de poupança, a média per capita de riqueza financeira do varejo tradicional caiu de R\$ 46 mil para R\$ 34 mil, ou seja, perdeu R\$ 12.000, enquanto o de alta renda ganhou R\$ 30.000. Enquanto isso, o segmento *Private* ganhou em média per capita cerca de 4,4 milhões de reais!

Porém, não podemos imaginar um vazio entre a riqueza da classe média baixa (11 milhões de pessoas) e a da alta renda (5,5 milhões). Mesmo entre esta e os 122 mil mais ricos não é verdade haver uma lacuna vazia entre R\$ 155 mil e R\$ 12,1 milhões. Há, certamente, clientes sobrepostos em faixas até um milhão de dólares (R\$ 5,189 milhões no fim de 2020) ainda não convidados a ter o atendimento pessoal de *Private Banking*. Confira a *evolução da concentração da riqueza financeira* de dezembro de 2015 a dezembro de 2020 na Tabela 7.

Tabela 7 – EVOLUÇÃO DA RIQUEZA FINANCEIRA POR SEGMENTO

Produtos Bancários (sem Poupança) Fundos e Títulos e Valores Mobiliários	Fim de Período	
	dez 2015	dez/ 20
VAREJO TRADI CI ONAL		
Patrimônio Líquido - R\$ Mil	294.496.484	354.304.823
Número de clientes	6.345.595	11.066.715
Riqueza Per Capita R\$	46.409,59	32.015,36
VAREJO ALTA RENDA		
Patrimônio Líquido - R\$ Mil	515.436.396	858.158.539
Número de clientes	3.146.863	5.503.207
Riqueza Per Capita R\$	163.793,73	155.937,90
PRI VATE BANKI NG		
Patrimônio Líquido - R\$ Mil	712.480.020	1.482.640.542
Nº de Clientes *	109.894	122.509
Nº de Grupos Econômicos	52.050	56.989
Riqueza Per Capita de Clientes (R\$)	6.483.338,67	12.102.298,95
Riqueza Per Capita de Grupos (R\$)	13.688.376,95	26.016.258,27
Fonte: ANBIMA (elab. Fernando Nogueira da Costa)		Private c/VGBL/PGBL

Quando o próprio patrimônio financeiro é a limitação para se obter melhores condições em investimentos, a segmentação deixa de cumprir seu papel de abrir acesso para clientes de diferentes perfis. Ela se torna mais uma barreira aos poupadores, elitizando um mercado de gestão de dinheiro, idealmente apresentado como democrático e livre.

Esperar em pé, café frio ou atendimento massificado se contrapõem ao luxo das agências e serviços *personalizados*, inclusive o atendimento domiciliar caso seja requisitado. A oferta de serviços diferenciados é a característica da segmentação. Entretanto, rentabilidades e taxas de administração diferentes para fundos de carteiras semelhantes não deveriam ser diferenciais de cada segmento. O argumento, baseado na Ciência Econômica, é a *economia de escala* propiciada pelos maiores volumes de negócios financeiros.

3.3 Da Base ao Topo da Pirâmide de Riqueza

Na seção anterior, foi possível testar a hipótese de a riqueza financeira do brasileiro ter pouca relação com seu *perfil de investimento* individual. Por meio da confrontação dos aspectos comerciais e organizacionais do mercado de assessoria

de investimentos com o sistema de segmentação na distribuição de produtos financeiros percebe-se a dificuldade de acesso das camadas de menor porte financeiro às condições mais favoráveis de custo e rendimento. Foram fornecidas pistas para identificar como se distribui a riqueza financeira pessoal do brasileiro.

Nesta seção, o foco é entender onde e como está distribuída esta riqueza financeira. As informações apresentadas a partir das informações fornecidas nas Declarações do Imposto de Renda de Pessoa Física⁷⁷ (DRIPF 2019-AC 2018), permitem extrair importantes evidências para identificar como a renda e a riqueza são geradas pelo trabalho e pelos ganhos provenientes de bens e direitos de propriedade no Brasil.

A partir do estoque líquido de riqueza os indivíduos tomam decisões de gastos, aplicações, ou mesmo de alavancagem financeira através de empréstimos. A riqueza é o valor dos ativos físicos e financeiros menos o das dívidas (COSTA, 2020). É acumulada ao longo dos anos por juros compostos e por valorizações das ações no mercado secundário.

Em 2018, a renda total recebida dos declarantes do imposto de renda somou R\$ 3,5 trilhões distribuídos entre 29,1 milhões de CPFs de contribuintes e classificada em percentis pela RB2 (1,0% = 298.488 declarantes). Para apurar a renda e a riqueza, foram utilizados os critérios consolidados pela receita federal:

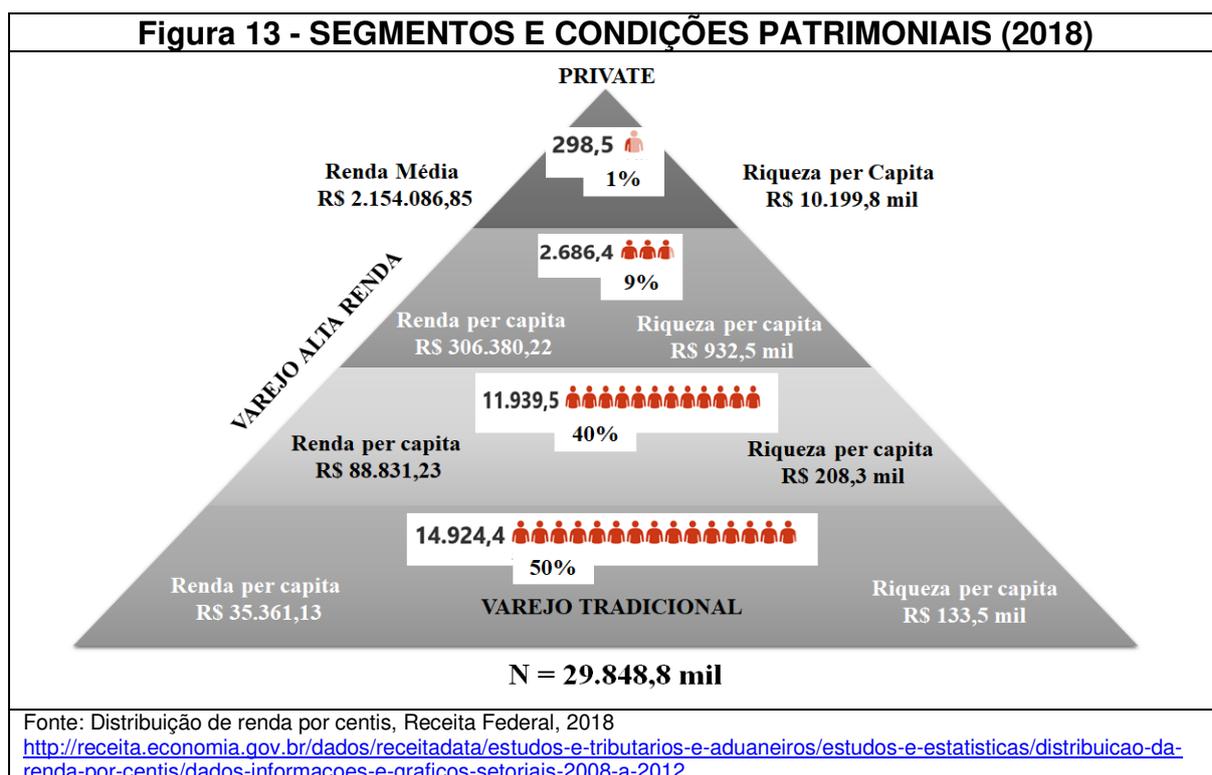
- Renda: $RTB2 = \text{Renda Tributável Bruta} + \text{Rendimentos de Sócio/titular Microempresas e Empresas de Pequeno Porte} + \text{Lucros e Dividendos} + \text{Rendimentos Sujeitos a Trib. Exclusiva}$ ⁷⁸. A renda *per capita* considera a RB2 dividida pelo total de declarantes;
- Riqueza: [Bens e Direitos Imóveis + Bens e Direitos Móveis + Bens e Direitos Financeiros + Outros Bens e Direitos (Patentes, direitos autorais)] - Dívidas e ônus. Riqueza *per capita* considera a Riqueza obtida a partir do cálculo acima dividida pelo total de declarantes.

⁷⁷ <http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas>

⁷⁸ Renda Tributável Bruta: renda do trabalho formal; Rendimentos Sujeitos a Trib. Exclusiva: tributados no momento do recebimento, como 13º salário, ganhos de capital, ganhos líquidos em ações e rendimentos de aplicações financeiras.

A partir da apresentação destas informações classificadas pela RB2 e separadas por percentil é possível replicar os critérios de segmentação empregados no mercado de investimentos financeiros pessoais e analisar os dados consolidados.

Para o segmento do **Varejo Tradicional**, com renda mensal de até R\$ 35,4 mil anuais e patrimônio financeiro inferior a R\$ 133,5 mil, foram considerados os resultados médios dos declarantes até o percentil 50⁷⁹; para o **Varejo Alta Renda**, dividido em dois segmentos – percentil 51 a 90, com renda de R\$ 88,8 mil e riqueza líquida de 208,3mil e os 9 percentis seguintes até o 99^o, subsegmento correspondente aos *afluent*es (aqueles situados 91 a 99), com renda de 306,4mil em 2018 e R\$ 932,5 mil em patrimônio. Os 1,0% restantes, cerca de 298,5 mil pessoas, alvos do segmento **private**, auferiram renda de R\$ 2,2 milhões em 2018 com patrimônio líquido superior a R\$ 10,2 milhões.



De posse das informações, os dados foram organizados de acordo com os critérios segmentação de clientes para as rendas consideradas no Varejo, Varejo alta renda e Private.

⁷⁹ Cada percentil corresponde a 298.488 CPFs de titulares declarantes no IRPF de 2019, ano calendário de 2018.

Tabela 8 - RENDIMENTOS TOTAIS 2018

RENDA					Renda per Capita Anual R\$ mil	TRIBUTAÇÃO	
Segmento	% decl.	Nro. CPFs	Renda Total	%T		Imposto Devido R\$ Milhões	% Renda*
Varejo Tradicional	50,0%	14.924.422	R\$ 527.744,5	17,3%	R\$ 35,4	R\$ 1.896,2	0,6%
Varejo Alta Renda	40,0%	11.939.537	R\$ 1.060.603,7	34,7%	R\$ 88,8	R\$ 60.776,1	7,7%
	9,0%	2.686.396	R\$ 823.058,6	26,9%	R\$ 306,4	R\$ 91.181,3	17,4%
Private	1,0%	298.488	R\$ 642.969,1	21,1%	R\$ 2.154,1	R\$ 27.357,6	14,8%
Totais		29.848.843	R\$ 3.054.375,9	100,0%	R\$ 102,3	R\$ 181.211,3	9,9%

Fonte: Distribuição de renda por centis, Receita Federal, 2018
<http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/distribuicao-da-renda-por-centis/dados-informacoes-e-graficos-setoriais-2008-a-2012>

A metade dos declarantes auferiu, em 2018, 17,3% da renda total anual, 35,4 mil *per capita*, uma média de R\$ 2.947,76 mensais. Essa renda já é suficiente para manter conta em uma instituição financeira. Ela é compatível a renda do cliente típico do varejo tradicional, 14,9 milhões de pessoas.

Outras 11,9 milhões de pessoas (40,0%) e mais 2,7 milhões (9%) se enquadrariam no segmento de varejo alta renda. Juntos registraram 61,7% da renda de 2018, média per capita de R\$ 88.831,23/ano até R\$ 306.380,22/ano, respectivamente.

Aqueles na faixa superior das 1,0% maiores rendas em 2018 correspondem a apenas 298,5 mil pessoas, mas auferiram 21,1% do total de rendimentos do ano. Os 1% do segmento *private* recebeu em média R\$ 2.154.086,95 no ano.

A disparidade na renda entre cada um dos segmentos aumenta exponencialmente a cada evolução entre os percentis, com uma impressionante diferença de 4,6 mil vezes entre a menor e a maior renda declarada⁸⁰. A grande concentração da renda auferida entre as poucas pessoas do topo também chama atenção, assim como o percentual de imposto devido sobre a renda no segmento superior da alta renda. Entre os 1% mais ricos a alíquota cai à medida que avança a níveis mais elevados de renda.

⁸⁰ RB2 no centésimo centil em relação ao RB2 do primeiro centil.

**Tabela 9 - RENDIMENTOS TOTAIS (TOPO 1,0%)
2018**

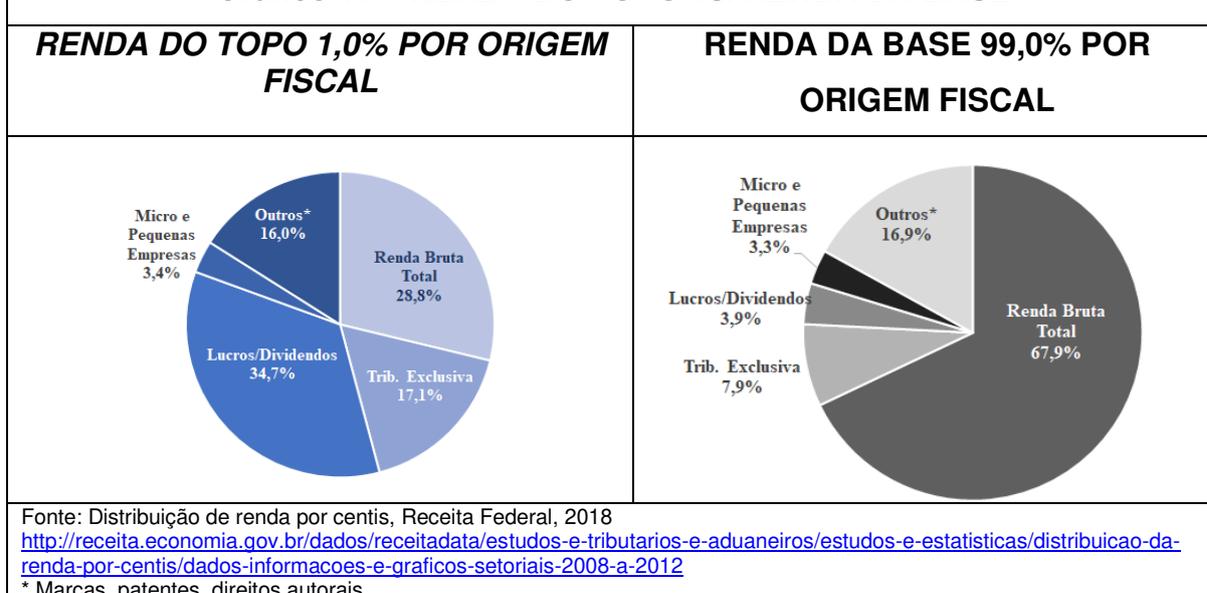
RENDA				Renda per Capita	Imposto Devido	% Renda
Segmento	1,0%	Renda Total	Annual R\$ mil	R\$ Milhões		
Private	99,5%	149.244	RS 130.983	R\$ 877,6	R\$ 9.935,6	16,5%
	99,9%	119.396	RS 203.482	R\$ 1.704,3	R\$ 10.368,0	15,3%
	0,10%	29.848	RS 308.504	R\$ 10.335,8	R\$ 7.054,1	12,3%
	Totais	298.488	RS 642.969	RS 2.154,1	RS 27.357,6	14,8%

Fonte: Distribuição de renda por centis, Receita Federal, 2018
<http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/distribuicao-da-renda-por-centis/dados-informacoes-e-graficos-setoriais-2008-a-2012>

Até 99,0% da renda, em 2018, o percentual de impostos líquidos devidos sobre os rendimentos aumenta progressivamente entre os segmentos considerados. A partir do 1% mais rico, observados por faixas (0,50%, 0,40% e 0,10%), estes percentuais regridem significativamente, conforme consta nos quadros destacados nas tabelas acima.

Isso decorre principalmente do fato de os rendimentos do trabalho (tributados) serem menores em relação aos demais rendimentos de capital (isentos) e de aplicações financeiras (isentos ou compensáveis/exclusivos) nas faixas extremas da amostra. Isso fica bem claro quando comparamos a origem fiscal dos rendimentos da faixa dos 1,0% com os 99,0% restantes.

Gráfico 17 – RENDA DO TOPO vs. RENDA DA BASE



Mais de 2/3 da renda dos 99,0% são provenientes do trabalho formal (RBT – renda bruta total), já os declarantes pertencentes ao 1% mais rico recebem a

maior parte de seus rendimentos (71,2%) de outras fontes isentas, como dividendos ou com alíquotas menores como aplicações financeiras. Além disso, as faixas de renda superiores têm acesso a estruturas patrimoniais e planejamento tributário.

Essa comparação deixa ainda mais evidente a validade da hipótese de *quanto maior a renda, maior o acesso a produtos e serviços financeiros e menores os custos associados, inclusive* com impostos. Isto é independente do perfil, tolerância ou capacidade a risco do investidor. No mundo dos investimentos financeiros pessoais do país, não importa quem é o ‘brasileiro’ em termos de aversão ao risco, mas sim qual é sua renda – e riqueza disponíveis.

3.3.1 Riqueza Privada

Indo dos fluxos de renda para os estoques de riqueza, importante observar sua distribuição no Brasil de acordo com os critérios de segmentação em estudo, assim como foi feito para a renda:

Tabela 10 - BENS E DIREITOS LÍQUIDOS (2018)							
RIQUEZA							
Segmento	% decl.	Bens e Direitos	Dividas e ônus	Riqueza Líquida	Dividas/Riqueza	Riqueza Per Capita	Var. %
		RS Milhões	RS Milhões	RS Milhões		RS Mil	
Varejo Tradicional	50,0%	R\$ 1.842.626,8	R\$ 150.434	R\$ 1.692.193,0	8,9%	R\$ 113,38	
Varejo Alta Renda	40,0%	R\$ 2.263.124,7	R\$ 223.577	R\$ 2.039.548,1	11,0%	R\$ 170,82	50,7%
	9,0%	R\$ 2.330.555,0	R\$ 174.448	R\$ 2.156.107,5	8,1%	R\$ 802,60	369,8%
Private	1,0%	R\$ 2.874.098,5	R\$ 170.424	R\$ 2.703.674,3	6,3%	R\$ 9.057,90	1028,6%
Totais		RS 9.310.404,99	RS 718.882,03	RS 8.591.523,0	8,4%	RS 287,83	

Fonte: Distribuição de renda por centis, Receita Federal, 2018
<http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/distribuicao-da-renda-por-centis/dados-informacoes-e-graficos-setoriais-2008-a-2012>

A distribuição dos bens e direitos líquidos de dívidas e ônus, ou seja, a riqueza pessoal líquida, apresenta desigualdades semelhantes àquelas observadas em relação à renda. Isso sugere haver uma situação estrutural de concentração de riqueza, assim como para a renda, não restrita ao ano de 2018. Enquanto 50,0% do total de declarantes (14,9 milhões de CPFs titulares) se enquadram no segmento do Varejo Tradicional detêm 19,7% da riqueza total, os pertencentes ao 1% mais rico em ativos financeiros e demais ativos (298,5 mil pessoas), supostamente clientes do segmento *private*, são proprietários de 31,5% do patrimônio líquido total.

A faixa intermediária do Varejo de Alta Renda, uma massa de 14,6 milhões de CPFs titulares, detinha a maior parte da riqueza pessoal líquida (48,8%)

em 2018, sendo 23,7% na faixa até o percentil 40,0 e 25,1% nos 9,0 superiores. Chama a atenção a concentração crescente da riqueza *per capita* entre os segmentos, exponencialmente maior à medida que se avançam os percentis.

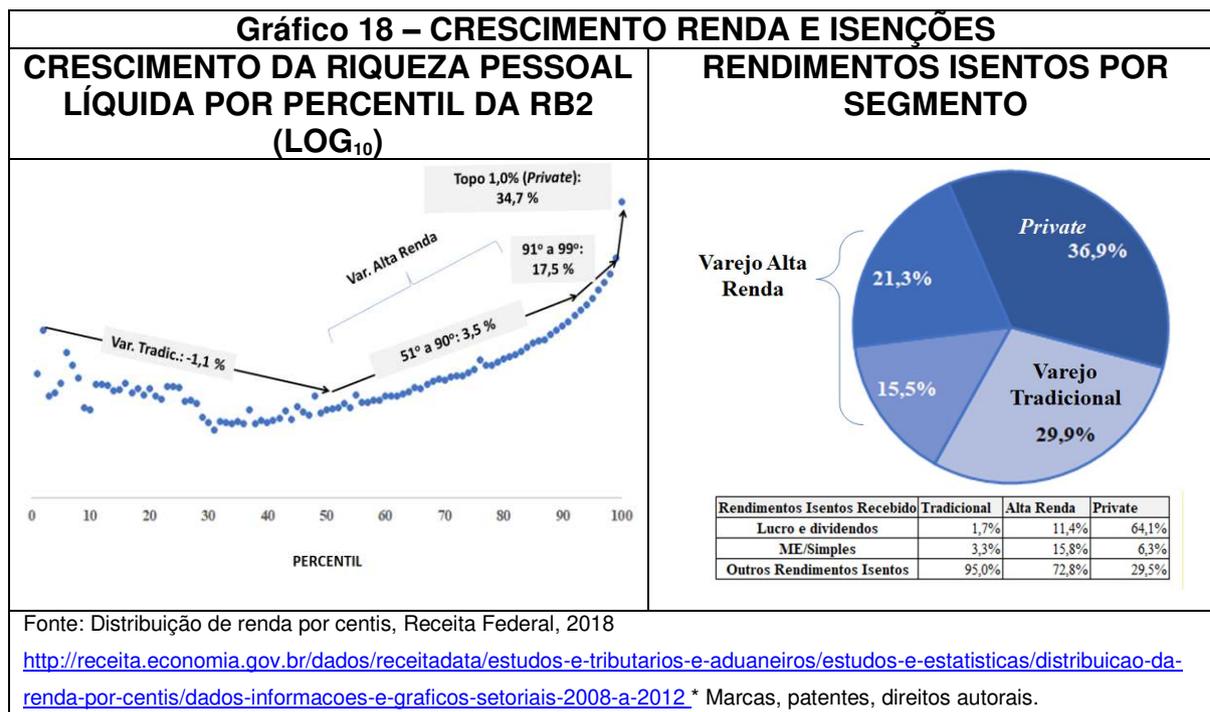
Quando se amplia a amostra dos segmentos em estudo para uma análise dos percentis é possível constatar a magnitude das diferenças na riqueza entre as diferentes 'fatias' da amostra, conforme consta no gráfico 19.

A riqueza líquida na faixa correspondente ao Varejo Tradicional, do percentil 1 ao 50, registrou estagnação na propriedade de bens e direitos, uma taxa média decrescente de 1,1% a cada percentil da renda (RB2). Isso significa a riqueza líquida ser menor para rendas superiores e sugere deterioração patrimonial por perda de fontes de renda. Isso é observado até metade da amostra, no percentil 50.

Daí em diante as diferenças na riqueza líquida entre o percentil seguinte e o anterior passam a aumentar em 3,5% em média, até o percentil 90. Entre o percentil 91 e o 99º, esta variação acelera para 17,5%. Continua escalando progressivamente no último percentil, evoluindo 34,7% a cada 0,1 (29,9 mil CPFs de titulares declarantes).

Isso significa não somente a desigualdade da riqueza ser exageradamente alta entre a base (*low* 50) e o topo da amostra (112.816 vezes)⁸¹, mas também ser crescentemente maior para níveis mais elevados de renda. A desigualdade da riqueza no topo da amostra é maior para percentis cada vez mais elevados no segmento *private*. Sempre é possível encontrar alguém ainda mais rico. "Quem compara, perde..."

⁸¹ Limite superior de RB2 do 100º Centil (R\$ 1,19 bilhão - maior renda bruta total declarada em 2018) / RB2 médio até percentil 50 (R\$ 10,5mil/ano)



Há evidências nos próprios dados da amostra para justificar ser o acesso à acumulação de capital financeiro o principal motivo pelo qual se elevam as diferenças patrimoniais entre os segmentos pesquisados. Costa (julho 2020) destaca os principais Bens e Direitos financeiros e percebe, nos últimos quatro anos-calandários, terem sido crescentes suas participações no total de Bens e Direitos nas DIRPF.

No Gráfico 20 em formato pizza acima consta a participação de rendimentos isentos⁸² na renda total recebida para cada segmento.

Embora o segmento *private* apresente 36,9% da renda total como proveniente dos rendimentos isentos, os demais segmentos mantêm participações não muito diferentes. Mas na tabela logo abaixo da composição destes rendimentos para os segmentos é possível observar a preponderância dos rendimentos de capital (lucros e dividendos) no percentil superior (*private*), enquanto a categoria do percentil 1 ao 50 (Var. Tradicional) predominam os rendimentos de aposentadorias, pensões, poupança e aplicações financeiras de renda fixa isentas (outros rendimentos isentos).

⁸² Lucros e dividendos, Doações e heranças, Rendimentos de sócio de ME ou Simples, Rendimentos de poupanças, letras hipotecárias, LCI, LCA, CRI, CRA, Incorporação de reservas ao capital/Bonificações em ações; outros.

Não há como negar o fato de a qualidade do rendimento isento recebido pelos declarantes *private* ser superior, fruto de ativos com rendimentos acima dos auferidos pela renda fixa ou ao trabalho/pensão. O acesso a rendimentos alternativos à renda do trabalho se amplia à medida que aumenta a renda líquida. Pobres poupam, ricos investem.

Em 2018, representavam mais da metade de todas as formas de manutenção de riqueza por Pessoa Física. Em contrapartida, as parcelas dos ativos imobiliários no total são declinantes. Vale registrar seus valores serem contabilizados em valor-histórico, isto é, entra com o valor-de-aquisição e permanece com ele até ser vendido. Ficam defasados em termos de valor-de-mercado atualizado para suas variações nominais serem taxadas.

Tabela 11 – RIQUEZA POR TIPO DE BENS

Tipo do Bem/Direito Financeiro	2015	2016	2017	2018
Subtotal de Ativos Financeiros	49%	50%	50%	53%
Subtotal de Ativos Imobiliários	40%	39%	39%	38%
Subtotal de Outros Ativos	11%	10%	10%	10%
Total de Bens e Direitos	100%	100%	100%	100%
% Ativos Financeiros PF/Haveres Financeiros (M4)	63%	67%	67%	73%
% Ativos Financeiros/PIB nominais anuais	59%	66%	68%	72%
% Ativos Imobiliários/PIB nominais anuais	48%	51%	54%	51%
% Outros Ativos/PIB nominais anuais	13%	14%	13%	12%
% Ativos Totais/PIB nominais anuais	120%	130%	136%	135%

Fontes: DIRPF-SRF - BCB (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Fonte: Distribuição de renda por centis, Receita Federal, 2018

<http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/distribuicao-da-renda-por-centis/dados-informacoes-e-graficos-setoriais-2008-a-2012>

Tabela 12 – RIQUEZA TOTAL (TOPO 1,0%) 2018

RIQUEZA					
Segmento	1,0%	Bens Total	Dividas/ônus	Riqueza Total	Riqueza Per Capita
		RS Milhões	RS Milhões	RS Milhões	RS Mil
Private	99,50%	R\$ 464.796,1	R\$ 27.003	R\$ 437.793,1	R\$ 2.933,4
	99,90%	R\$ 882.864,0	R\$ 42.695	R\$ 840.168,5	R\$ 7.036,8
	0,10%	R\$ 1.526.438,4	R\$ 100.726	R\$ 1.425.712,7	R\$ 47.765,8
Totais		RS 2.874.098,47	RS 170.424,13	RS 2.703.674,3	RS 9.057,9

Fonte: Distribuição de renda por centis, Receita Federal, 2018

<http://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/distribuicao-da-renda-por-centis/dados-informacoes-e-graficos-setoriais-2008-a-2012>

3.4 Massificação e Exclusividade

A gestão de recursos no *private* é personalizada e conduzida por profissionais especialmente preparados e designados para gerir e acompanhar as carteiras de investimento. Além disso, este público pode contar com serviços exclusivos de gestão patrimonial, seguros, operações de crédito e amenidades indisponíveis aos pequenos e médios poupadores.

Se o segmento de varejo privilegia a praticidade por meio da delegação de tarefas ao próprio investidor, no *private* privilegia-se a gestão da riqueza patrimonial. Busca-se não só a sua preservação, mas também seu crescimento, com elevado nível de atendimento pessoal.

Embora a Ciência Econômica e a experiência financista, vivenciada pelo profissional para adquirir todas as habilidades necessárias ao relacionamento com a clientela forneçam os conhecimentos para justificar cada decisão financeira prática, os produtos e serviços estrategicamente racionados ou disponibilizados tendem a atrair mais investidores.

Conhecimento, experiência e caráter são fundamentais. Contratantes de serviços profissionais preferem adotar métodos sociais para garantir o profissional reunir estas características, como referências (indicações pessoais), argumentos de autoridade (terem milhares de seguidores, serem palestrantes, posarem como milionários), respeitabilidade (cargos ocupados), etc. Frequentemente, deparam-se com dilemas éticos e morais no cotidiano profissional. Como os profissionais lidam com isso?

Há amplas evidências de como são construídos estes laços entre o profissional e público leigo. Não é o diploma em Ciência Econômica, não são os anos de estudo em treinamentos ou pós-graduação, e às vezes nem os resultados, mas sim referenciais sociais – Quem Indica (QI) – os determinantes da decisão de investimento. A abordagem inicial é técnica, porém, em última instância, quanto menos profissional – e baseada na boa Ciência Econômica – mais a decisão é emocional e subjetiva.

Considerações Finais e Conclusão

Quando me fiz a pergunta do título desta Tese – “Assessoria de Investimentos Financeiros: Ciência Econômica ou Arte?” – tive como motivação central investigar os conhecimentos necessários para o exercício da minha profissão de assessoria de investimentos.

Tendo como sujeito principal os AAI (Agentes Autônomos de Investimentos), empreguei os conceitos da Ciência Econômica, em seus sub-ramos das Finanças Racionais (ortodoxia) e Finanças Comportamentais (heterodoxia), para esboçar uma resposta. Logo, percebi não bastar, tinha de usar um Método de Análise Econômica para compreender, adequadamente, os diferentes níveis de abstração: Teoria Pura, Teoria Aplicada e Arte das Decisões Práticas.

Ambos os conhecimentos, tanto os fornecidos pelas Finanças Racionais – fluxo de caixa descontado, teoria da diversificação de risco em portfólio, hipótese dos mercados eficientes –, quanto pelas Finanças Comportamentais – vieses heurísticos, dependência da forma, ineficiências do mercado – são necessários. São complementares e de grande valor no exercício da profissão.

No entanto, são ainda insuficientes para lidar com os desafios imediatos de tomadas de decisões financeiras da assessoria de investimentos. A atuação dos assessores profissionais inclui habilidades de cálculos financeiros, psicologia cognitiva, análise política e de desigualdade social. São competências desenvolvidas a partir do estudo em níveis de escolaridade avançada e/ou transdisciplinar e da experiência vivenciada. Assessores têm de dominar as habilidades da Arte das Decisões Práticas.

Minha pergunta-chave foi: *a tomada de decisões práticas financeiras tem como pré-requisito conhecimento de Ciência Econômica ou habilidades práticas de Arte?* Minha resposta final é: a formação acadêmica em Ensino Superior de uma Universidade de excelência, sem dúvida, é uma capacitação profissional distintiva.

Por isso mesmo busco este doutoramento. Mas eu reconheço a experiência vivenciada no meio profissional entre colegas, dicas transmitidas em conversas e atendimento de clientes de distintos segmentos sociais, serem todos componentes fundamentais para destacar a reputação profissional de um AAI.

Havia, porém, um vazio entre ‘habilidades profissionais’ e ‘conhecimentos acadêmicos das finanças’. Pode ser preenchido pelas Finanças Comportamentais e pela pesquisa aplicada. A primeira ainda é pouco estudada nas Universidades e a segunda é praticamente ignorada entre os agentes de mercado desatualizados.

O vocábulo “arte” serve para designar a capacidade criativa de pessoas dotadas de habilidades específicas. Conseguem, em geral, expressar sentimentos, emoções e ideias por meio de pinturas, esculturas, músicas, danças etc. Mas não são só esses campos reconhecidamente artísticos, o aconselhamento profissional, além de exigir *ciência*, também é uma *arte*.

O entendimento dos objetos artísticos é possível, pois todos os dominantes de uma habilidade inusual partem de uma ideia e, depois, buscam o meio de expressá-la. O *conceito* é a chave da compreensão ou a interpretação de qualquer obra de arte, classificando-a dentro de determinada Escola ou Movimento.

O termo “conceito” tem etimologia com o significado de “coisa concebida” ou “formada na mente”. O conceito pode ser uma ideia, juízo ou opinião sobre alguma coisa como a tomada de decisões financeiras.

A teoria institucional da *arte* a define como “um artefato ao qual uma ou várias pessoas, agindo em nome de uma certa instituição social (o mundo da arte), conferem o estatuto de candidato à apreciação” (DANTO, 1964)⁸³. A teoria da *estética*, por outro lado, considera um objeto só pode ser considerado uma obra de arte se produzir no espectador um tipo singular de experiência, uma *experiência estética* (RAMMÉ, 2011).

Analogamente, a primeira definição parece descrever a profissão de assessoria de investimentos exercida nos *tempos sólidos* fordistas da sociedade

⁸³ Apud: http://www.poesis.uff.br/PDF/poesis17/Poesis_17_ART_Teoriainstitucional.pdf

moderna. Já a teoria da estética da arte parece mais adequada aos *tempos líquidos* pós-modernos da fase pós-fordista.

Apresenta-se, comumente, Arte como técnica por oposição à Ciência, vista como “conhecimento não aplicado”. Ciência é o conhecimento atento e aprofundado de alguma coisa, no caso aqui estudado, das Finanças Pessoais.

Obtém-se esse conhecimento como informação, noção precisa, consciência das teorias das Finanças Racionais e Finanças Comportamentais na Ciência Econômica. Trata-se, enfim, de o AAI obter um conhecimento amplo, adquirido via reflexão e/ou experiência.

Envolve um corpo de conhecimentos sistematizados. São adquiridos via observação, identificação, pesquisa e explicação de determinadas categorias de fenômenos e fatos. Devem ser formulados metódica e racionalmente.

Ciência é cada um dos inúmeros ramos particulares e específicos do conhecimento. São caracterizados por sua natureza empírica, lógica e sistemática, baseada em provas, princípios, argumentações ou demonstrações capazes de garantirem ou legitimarem a sua validade.

À semelhança de Arte, uma Ciência transdisciplinar pode ser vista também como atividade ou estudo voltado para transpor as fronteiras dos diversos métodos do conhecimento, integrando-os como pré-requisito da tomada de decisões práticas. Por extensão, é o conjunto de conhecimentos teóricos, técnicos ou práticos voltados para essa finalidade.

Finanças Pessoais constituem uma área de conhecimento ainda pouco estudada pelos economistas formados no milênio passado. Paradoxalmente, muitos professores universitários desdenham ou não gostam de falar a respeito de um assunto de “rentistas pró financeirização”!

No entanto, ela está sendo cada vez mais cobrada pelos estudantes em Ensino Superior. Essa demanda social ocorre por razão bastante pragmática: com o desmantelamento da Previdência Social, todos aqueles profissionais com rendimentos acima do teto do INSS (R\$ 6.433,57 em 2021), na *fase ativa*, para

manter seu padrão de vida durante a *fase inativa*, necessita de certa Educação Financeira. Este conhecimento poderá evitar suas famílias passar por dissabores, seja em situações de desemprego, seja quando se aposentarem.

Dentro dos cursos de Ciência Econômica, cabem disciplinas obrigatórias voltadas para o estudo sistemático tanto dos negócios financeiros, quanto para o cálculo estatístico de *big data* (grandes bancos de dados digitais) e a avaliação de possibilidades para mitigação de riscos. Em tempos pós-modernos, quando a relatividade do conhecimento e a ausência de regras para o desenvolvimento do pensamento científico desafiam o ensino formal, é necessário considerar oportunidades de incorporar novas abordagens conceituais, aplicadas aos problemas práticos.

O exercício da profissão de AAI exige talento, mestria, erudição, saber. No entanto, diferentemente de Arte das Decisões Financeiras Práticas, a Ciência Econômica refere-se também ao conhecimento puro, independente da sua aplicação. Partindo dessas considerações, o objetivo desta tese foi avaliar se a heurística “decisões financeiras práticas exigem mais Arte em lugar de Ciência” é verdadeira ou realista.

A metodologia de exposição partiu do exame da relação entre a Ciência Abstrata e a Arte de Decisões Práticas na área financeira. Apresentei as seguintes respostas para as questões-chave lançadas anteriormente:

- a Arte de decisões práticas financeiras tem como pré-requisito o conhecimento da Ciência Econômica, incluindo nela as Finanças Pessoais.
- o conhecimento econômico entre os profissionais se acumula através da cultura acadêmica e livresca, mas também da experiência vivenciada, propiciada pela repetição e aprendizagem em uma série de tentativas-e-erros.
- entre uma (Ciência) e outra (Arte), é necessária também a consideração de outras áreas de conhecimento representadas por Ciências Afins à Ciência Econômica, como a Ciência Política (avaliação do ambiente político para negócios), a Sociologia Econômica (estudo das instituições

financeiras e dos perfis socioeconômicos dos clientes), a Psicologia Econômica (estudo da mente dos investidores capaz de cometer erros recorrentes em suas decisões práticas), entre outras.

Foram três as hipóteses auxiliares na formulação da tese.

A primeira referiu-se à necessidade de *mediação*, da Ciência Abstrata às Decisões Práticas, via Ciência Aplicada. Para tanto, apresentei Economia Comportamental no capítulo 1, Economia Institucionalista no capítulo 2, Estatística (datada e localizada) no capítulo 3. Baixei, sequencialmente, os níveis de abstração desde a teorização dos fenômenos econômicos puros.

A segunda hipótese se referiu ao *Perfil Dinâmico*. É a postura de investimento adotada por conta de aspectos socioeconômicos (faixas etárias e estratificação social com base em renda e patrimônio líquido), fase do ciclo econômico-financeiro (endividamento) e acesso a serviços de assessoria. A dinâmica – variações ao longo do tempo – ocorre por distintas configurações conjunturais do ambiente econômico. São emergentes de interações com os demais componentes de um Sistema Complexo. Sua composição sistêmica resulta de aspectos individuais, institucionais e valores pecuniários e culturais estratificados. Na segunda parte do capítulo 2, foram fornecidos os elementos para testar essa hipótese.

A terceira hipótese, derivada das duas anteriores, postula não ser possível atribuir um perfil definido ao investidor *brasileiro*, como muitos modelos generalistas pretendem fazê-lo. A observação dos extratos socioeconômicos, apresentados no capítulo 3, bem como as informações obtidas nas entrevistas em painel, reforçam a baixa educação e a pouca experiência dos “brasileiros em geral” quanto a investimentos financeiros pessoais. Pior, estão diante das profundas mudanças em andamento no mercado de capitais. Portanto, necessitam de assessoria profissional.

Em conclusão, a Arte das Decisões Práticas, no caso financeiras, não pode prescindir da Ciência Econômica, nem da Ciência Aplicada. Por outro lado, o exercício dessa Arte como ofício inclui elementos de aprendizados não

sistematizados, obtidos por meio da experiência e não apenas por conta do ensino formal universitário.

Embora haja um distanciamento entre o meio acadêmico especializado em Finanças e o restante dos adeptos da Ciência Econômica, o exercício da Arte das Finanças Pessoais deve interessar a todos, inclusive aos críticos da chamada “financeirização”, rentista e improdutiva. Há uma demanda social, surgida da necessidade pessoal de todos os alunos universitários, seja em nível de graduação, seja de pós-graduação, mesmo se o destino for se tornar acadêmico.

É possível reconciliar acadêmicos cientistas e profissionais hábeis nas tomadas de decisões práticas. No campo das Finanças Pessoais, não é verdadeiro o ditado popular “*quem sabe faz, quem não sabe ensina*”.

Não se aprende e muito menos se ensina a ‘ficar rico’. Cabe abandonar o estereótipo de o bom aluno virar professor e o colega do fundo da sala de aula virar rico. Há inúmeros casos, para falsear ambas as “vocações”. Ficar rico e ser culto não é uma contradição em termos. Além da chamada “sorte do berço” (herança cultural e pecuniária), há outras razões para o enriquecimento, inclusive as conjunturas favoráveis, alheias à força de vontade ou dedicação pessoal a essa meta.

É necessário pesquisar e reconhecer os determinantes das origens e razões da concentração da riqueza financeira no Brasil. São permanentes desafios não só para os profissionais em AAI, mas também para economistas e financistas em geral.

No ensino acadêmico, o autor desta tese defende a necessidade de introduzir novas disciplinas, nessa área de conhecimento, ao currículo oficial obrigatório do curso de Ciências Econômicas, destacadamente Finanças Comportamentais.

No campo do exercício profissional, defende a continuidade de pesquisas aplicadas às Finanças Pessoais, inclusive com maior participação da CVM e envolvimento das entidades privadas do setor (ANBIMA, ANCORD, B3) na

promoção de linhas de pesquisa e geração de conhecimento científico no campo das Finanças.

Quanto às necessidades econômicas do Brasil como país, de fato, sabemos ainda pouco sobre as perspectivas de acumulação de riqueza financeira por brasileiros excluídos das ‘castas’ de natureza ocupacional (empresários, trabalhadores e funcionários públicos), ou seja, “os párias” excluídos financeiramente.

Sempre receberão renda apenas suficiente para os tornar no máximo depositantes de poupança? Será acessível a Educação Financeira para quem sofre com aguda escassez de recursos?

ANEXOS

I - Entrevistas em Painel – *briefing* encaminhado aos entrevistados

INTRODUÇÃO

Para os objetivos do trabalho, a profissão de assessoria de investimentos é definida como a atividade de distribuir, criticar e acompanhar investimentos financeiros para clientes pessoa física.

Esta atividade é exercida por profissionais devidamente habilitados e vinculados a instituições financeiras do sistema de distribuição de valores mobiliários do Brasil.

Assessores de investimento, portanto, são os gerentes de varejo alta renda, gerentes *private* e agentes autônomos de investimento, vinculados a bancos, corretoras e distribuidoras e valores.

TESE

O perfil do investidor testado a partir de questionários de *suitability* é informação secundária na determinação da postura efetivamente adotada no momento do investimento. Esta decisão não é tomada com base nos aspectos subjetivos da psicologia do investidor, mas sim está subordinada à três elementos objetivos:

1. a fase do ciclo econômico no momento do investimento,
2. a situação socioeconômica do investidor (renda, riqueza líquida, nível educacional e meio social) e
3. o acesso a serviços profissionais de assessoria de investimentos.

Essa busca de assessoria com os AAI (Agentes Autônomos de Investimentos) visa, justamente, evitar os erros cometidos por aspectos comportamentais.

HIPÓTESE DO PERFIL DINÂMICO (HPD)

A HPD considera não existir um único perfil definido como representativo do investidor 'brasileiro'. Atribuir a uma população diversa e heterogênea, em termos de renda, riqueza, níveis de escolaridade, etnia etc., como é a do Brasil, ter um "agente representativo", ou seja, um comportamento médio, é uma visão reducionista. Esse reducionismo emerge a partir de fatos estilizados, visões equivocadas e preconceitos.

Os aspectos subjetivos comportamentais do indivíduo são relevantes para as Finanças Comportamentais, mas secundários na definição da postura financeira quanto à aversão, neutralidade ou propensão ao risco, sugerida pelos testes de perfil (*suitability*) como conservador, moderado ou agressivo. A HPD defende a agressividade ou conservadorismo de investidores pessoa física ser determinada a partir da fase do ciclo econômico-financeiros, do segmento socioeconômico do indivíduo e do acesso a serviços profissionais de assessoria de investimentos.

A fase do ciclo de endividamento – normalização, alavancagem, bolha, bolha-auge-crash, depressão, desalavancagem financeira e “empurrar corda” – têm relevância superior à psicologia do investidor na decisão de investir. As condições do mercado de renda fixa e renda variável se alteram de acordo com os níveis da taxa de juro e da fase de *bull* ou *bear* da bolsa de valores.

Além da fase altista ou baixista do ciclo econômico-financeiro, a renda/riqueza líquida e o acesso a serviços de assessoria de investimentos são relevantes na definição das posturas efetivamente adotadas.

Investidores leigos e/ou amadores são inexperientes, mas ainda são poucos aqueles cujas decisões são tomadas com ajuda de um profissional qualificado. Suas decisões e convicções estão sujeitas a diversos vieses heurísticos e comportamentais.

Na prática e de forma mais permanente as posturas adotadas por investidores pessoa física são determinadas de acordo com critérios objetivos: renda, patrimônio, escolaridade e classe social. Estes fatores influem diretamente na alocação de carteiras.

A indústria de investimentos financeiros pessoais segmenta a distribuição e o acesso a produtos e serviços de acordo com os critérios econômicos acima mencionados, para apurar estatística ex-post dos segmentos de clientes, e não se orienta pelo resultado ex-ante de teste de perfil.

Segmentos de Varejo Tradicional, Varejo de Alta Renda e Private Banking, com a renda e riqueza pessoal líquida medida em média per capita, têm mais a dizer sobre os perfis. São fundamentais para a definição do nível de acesso a serviços de assessoria profissional e, portanto, melhores alternativas de investimento.

A fase do ciclo econômico também pode levar a adoção de posturas mais agressivas em fases de expansão ou maior conservadorismo em momentos de contração. Isso ocorre tanto por aceleração ou desaceleração do fluxo de renda como também pela ameaça de

desemprego em fase de descenso. Há uma diferença entre ser conservador/agressivo e estar conservador/agressivo, nos investimentos.

Painel com Profissionais de Assessoria de Investimentos

Público-alvo: Gerentes do Varejo Tradicional, Varejo Alta Renda, Private e Agentes Autônomos vinculados a diferentes instituições

Formato: Entrevistas Individuais, amostra não representativa, qualitativa.

Três temas para guiar a Entrevista (briefing):

1) Autopercepção dos Assessores – Perfil dos Profissionais

- i) Como formou sua carteira atual? De onde vieram seus clientes?
- ii) Como adquiriu o seu conhecimento teórico?
- iii) De onde extraiu sua experiência prática, para o desempenho de suas atividades profissionais: faculdade, cursos, pós-graduação ou aprendizado diário e empírico – *learning by doing*? Considera a formação acadêmica adequada à exigida para o exercício de sua profissão?
- iv) Quais estratégias comerciais adotadas na abordagem de novos clientes?

2) Clientes, perfil e Comportamento

- i) Você considera haver um perfil do cliente investidor ‘típico’ do investidor brasileiro?
- ii) Qual a relevância do perfil de investidor (grau de aversão ao risco) e da renda e/ou patrimônio financeiro no momento da alocação?
- iii) Ao longo de sua vivência como assessor percebe(u) mudanças de características psicológicas ou padrões de comportamento predominantes entre os clientes em fases macroeconômica de reversões de expectativas e crises financeiras?
- iv) Em geral seus clientes seguem suas orientações ou tomam decisões contrárias/diferentes das suas recomendações?

3) Mercado Brasileiro de Assessores de Investimentos Financeiros

- i) Qual é sua visão a respeito do mercado de assessoria de investimentos, considerando assessores as categorias profissionais de agentes autônomos, gerentes de varejo/alta renda e gerentes *private*?
- ii) Como avalia a segmentação por renda e nível de acesso e/ou restrições na distribuição de produtos e serviços financeiros clientes investidores pessoa física?
- iii) Como diferencia o modelo de remuneração por comissionamento e incentivos de colocação ('pejotizados') versus o modelo tradicional de salário fixo e bônus (empregado)?
- iv) Quais incentivos identifica na profissão de gerente/AAI?

Entrevistas realizadas por telefone e videoconferência Zoom:

Entrevistado	Mês/ano entrevista
Agente Autônomo vinculado a Corretora XP Investimentos	set/20
Agente Autônomo vinculado a Corretora BTG Pactual	set/20
Agente Autônomo vinculado a Corretora Safra	set/20
Gerente Alta Renda Banco Itaú (Personnalité)	set/20
Gerente Alta Renda Banco Itaú (Personnalité)	set/20
Gerente Alta Renda Banco Original	set/20
Gerente Private Banco Itaú	out/20
Gerente Private Banco UBS	out/20
Gerente Private Banco Wells Fargo	out/20

II – Roteiro da Entrevista

	Pergunta alvo	Pergunta Heurística	Esperado	Não Esperado
Autopercepção	Como formou sua carteira atual? De onde vieram seus clientes?	Qual a origem dos seus clientes?	Indicação Instituição Lista Fria Relacionamentos	Patrimônio próprio/familiar Outros
	Como adquiriu o seu conhecimento teórico?	De onde extraiu sua experiência prática?	Trabalho	Graduação/formação acadêmica
	De onde extraiu sua experiência prática, para o desempenho de suas atividades profissionais: faculdade, cursos, pós-graduação ou aprendizado diário e empírico – learning by doing?	Como adquiriu o seu conhecimento teórico?	Cursos de Especialização	Autodidata
	Considera a formação acadêmica adequada à exigida para o exercício de sua profissão?		Pós Graduação	Self Employed/Trader
	Quais estratégias comerciais adotadas na abordagem de novos clientes?	Como prospecta clientes?	Indicações Lives/Palestras Ligação Fria/listas	Captação passiva/espontânea Propaganda
Clientes, perfil e Comportamento	Você considera haver um perfil do cliente investidor 'típico' do investidor brasileiro?	Qual seu cliente 'padrão'?	Homem, 40 a 60 anos, branco, empresário, renda acima de 1MM/ano PL 10MM. Renda/PL, depois perfil	Jovens, aposentados, renda e patrimonio médio Comissão, não há processo
	Qual a relevância do perfil de investidor (grau de aversão ao risco) e da renda e/ou patrimônio financeiro no momento da alocação?	Descreva como é o processo para sugestão de investimentos.		
	Ao longo de sua vivência como assessor percebe(u) mudanças de características psicológicas ou padrões de comportamento predominantes entre os clientes em fases macroeconômica de reversões de expectativas e crises financeiras?	Como se comportaram seus clientes em crises ou momentos de euforia quanto a postura de risco ?	Euforia = agressivo; Pânico = conservador	estáveis na posição sem relação com o ciclo
	Em geral seus clientes seguem suas orientações ou tomam decisões contrárias/diferentes das suas recomendações?	Como contorna objeções à suas sugestões?	Retóricas de crise, oportunidade, proteção	Rendimento, metas, referencias pessoais
Mercado Brasileiro de Assessoria de Investimentos	Qual é sua visão a respeito do mercado de assessoria de investimentos, considerando assessores as categorias profissionais de agentes autônomos, gerentes de varejo/alta renda e gerentes private?	Como se sente hoje em relação a sua profissão ?	Motivado, ganhando mais, melhor	piorou, insatisfeito, inseguro
	Como avalia a segmentação por renda e nível de acesso e/ou restrições na distribuição de produtos e serviços financeiros clientes investidores pessoa física?	Como avalia o acesso a produtos/serviços financeiros para PF no Brasil?	Exclusivista, regulamentado	Democrático, desregulamentado
	Como diferencia o modelo de remuneração por comissionamento e incentivos de colocação ('pejotizados') versus o modelo tradicional de salário fixo e bônus (empregado)?	Como avalia sua remuneração em relação a outras oportunidades na profissão?	Liberdade vs. Segurança	não há opções confiáveis
	Quais incentivos identifica na profissão de gerente/AAI?	Enxerga sua profissão em ascensão ou decadência?	Todos = ascensão	aai em decadencia, gerente ascensão

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACKERT, L.F. et Al. (2003). *Emotion and Financial Markets. Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review Second Quarter 2003.*
- AGLIETTA, M. (2004). *Macroeconomia Financeira: mercado financeiro, crescimento e ciclos.* São Paulo: Edições Loyola, 2004.
- AKERLOF, G.A. & SHILLER, R.J. (2009). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism.* Princeton University Press.
- ALMEIDA, M.I.S. de et al (2018). *Quem Lidera sua Opinião? Influência dos Formadores de Opinião Digitais no Engajamento.* Rev. adm. contemp., Curitiba , v. 22, n. 1, p. 115-137, fev. 2018.
- ASSAF NETO et Al. (2008). *Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil.* Revista de Administração, São Paulo, v.43, n.1, p. 72 – 83.
- AVILA, F. e BIANCHI, A. (Orgs.) (2015). *Guia de Economia Comportamental e Experimental.* São Paulo. Disponível em www.economiacomportamental.org. Licença: Creative Commons Attribution CC-BY-NC – ND 4.0
- B3. *A Descoberta da Bolsa pelo investidor Brasileiro.* Apresentação da pesquisa. http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm
- BACHELIER, L. (2006) *Louis Bachelier's theory of speculation: the origins of modern finance.* Tradução de M. H. A. Davis, Alison Etheridge. Princeton, NJ; Oxford [Inglaterra]: Princeton University Press, c2006. xv, 188 p., il. ISBN 0691117527 (enc.).
- BACON, F. (1979) *Novum organum ou verdadeiras indicações acerca da interpretação da natureza; Nova Atlântida.* Tradução e notas J. A. R. de Andrade. São Paulo: Abril Cultural, 1979. (Os Pensadores). (NO).
- BASTOS, H. G. (1997). *Dinâmica Competitiva da Televisão Brasileira.* 78f. Monografia de Conclusão de Curso (Graduação). Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Rio de Janeiro, 1997.
- _____. (2015). *O papel dos fundos de pnesão na formação de funding no Brasil.* Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Instituto de Economia – Campinas, SP: 2015
- BAUMAN, Z. (2001) *Modernidade Líquida.* Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2001.
- BELLUZZO, L.G.M. & COUTINHO, L. (1996). *Desenvolvimento e estabilização sob finanças Globalizadas.* Rev. Economia e Sociedade, (7): 129-54, dez. 1996.
- BERNOULLI, D. (1954). *Exposition of a new theory on the measurement of risk.* Econometrica 22 23–36 *Translation of Bernoulli D 1738 Specimen teoria e novae de mensura sortis.* Papers Imp. Acad. Sci. St. Petersburg 5 175–192)

BRAGA, J. C. de S. (1983). *A Contemporaneidade de O Capital*. In.: Carneiro, R. (org.). *Clássicos da Economia*. V. 1. São Paulo, Ed. Ática.

_____. (2000). *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas, SP: UNICAMP/IE.

CANUTO, O.; LIMA, G.T. (1999). *Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 76, jul. 1999.

CARNEIRO, R. (2009). *O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico)*. Texto para Discussão, IE/Unicamp, nro. 167, set. 2009

CARNEIRO, R. (2019) *Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky*. *Econ. soc.*, Campinas, v. 28, n. 2, p. 293-312, Aug. 2019.

CARVALHO, F.C. (1992). *Mr Keynes and the Post Keynesians – principles of macroeconomics for a monetary production economy*. In. *New directions in modern economics*, ch. 3. Cheltenham, UK. Edward Elgar, 1992.

CASTRO, A. S.R.de (2014). *Economia comportamental: caracterização e comentários críticos*. 2014. 132 p. Dissertação (mestrado). Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas,SP Disponível em:

CERBASI, G. (2014). *Adeus, aposentadoria*. São Paulo: Sextante, 2014

_____. (2013). *Investimentos Inteligentes*. São Paulo: Sextante, 2013

CHESNAIS, F. (org.) (2005). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial (2005)

COLANDER D. et Al., (2004). *The Changing Face of Mainstream Economics*. *Review of Political Economy*, Volume 16, Number 4, 485–499, October 2004

CONTI. B.M. (2014). *Metodologias de acompanhamento dos principais mercados financeiros no brasil: comportamento dos fundos de previdência (público e privado)*. In.: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA. Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional – PNPd. Chamada Pública PNPd nº 093/2013.

COSTA, F.N. (2021). *Castas e Párias*. Campinas; Blog Cidadania & Cultura, 2021.

_____. (2021). *Finanças Comportamentais para Trabalhadores*. Campinas; Blog Cidadania & Cultura, 2021.

_____. (2020). *O Trabalho: Capital Acumulado*. Campinas; Blog Cidadania & Cultura, 2020.

_____. (2019) *Cartilha de Finanças Pessoais*. Campinas; Blog Cidadania & Cultura, 2019.

_____. (2017) *Brasil como sistema complexo: interações de castas*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 299, mai. 2017.

_____. (2013) a. *Metodologia da macroeconomia comportamental*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 226, Dez. 2013.

_____. (2013) b *Medição da riqueza pessoal*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 221, Dez. 2013.

_____. (2013)c *Economia comportamental: de volta à filosofia, sociologia e psicologia*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 173, dez. 2009. ISSN 0103-9466

_____. (2013)d *Comportamentos dos investidores: do homo economicus ao homo pragmaticus*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 165, Ago. 2009.

_____. (2013)e *Comparando capitalismos financeiros*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 160, Mai. 2009.

_____. (2011). *Riqueza Pessoal e Corporativa: Fontes de Financiamento em Longo Prazo*. Brasília: IPEA.

CROTTY, J. (2002). *The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era* PERI Working Paper No. 44. <https://ssrn.com/abstract=341763>

DANA, S.; LONGUINI M. (2014). *Em Busca Do Tesouro Direto*. São Paulo: Editora Saraiva, 2014

DANTO, A. (1964). *O mundo da arte*. Trad. Rodrigo Duarte. Artefilosofia. n 1. UFOP. 2006

DAVIDSON, P. (1984). *Reviving Keynes's Revolution*, *Journal of Post Keynesian Economics*, 6:4, 561-575, DOI: [10.1080/01603477.1984.11489467](https://doi.org/10.1080/01603477.1984.11489467)

DAVIDSON, P.; ARESTIS, P. (1996). *Paul Davidson's rediscovery of Keynes finance motive and the liquidity preference versus loanable funds*. In. Keynes, money and the open economy, ch. 6. Cheltenham, UK. Edward Elgar, 1996.

_____. (2007). *Neoclassical, mainstream, orthodox and heterodox economics*. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 30 (2): pp. 279-302

DEQUECH, D. (2006), *The new institutional economics and the theory of behaviour under uncertainty*. *Journal of Economic Behavior & Organization*. Vol. 59 (2006) 109–131

Edital de Audiência Pública Secretaria de Desenvolvimento de Mercado CVM - Nº 03/19. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html

EKER, H. (2005). *Secrets of the millionaire mind*. GMT Editores Ltda. Ed Sextante. Tradução: Pedro Jorgensen Junior, 2006

FAMA, E. F. (1996) *Multifactor portfolio efficiency and multifactor asset pricing*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 31, n. 4, p. 441-465.

_____. (1970) *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (1998) *Value versus growth: the international evidence*. *Journal of Finance*, v. 53, n. 6, p. 1975-1999, 1998.

_____. (1992) *The cross-section of expected stock returns*. *Journal of Finance*, v. 47, n. 2, p. 427-465.

_____. (1993) *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. *Journal of Financial Economics*, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

_____. (1995) *Size and book-to-market factors in earnings and returns*. *Journal of Finance*, v. 50, n. 1, p. 131-155, 1995.

_____. (1996). *Multifactor explanations of asset pricing Anomalies*. *Journal of Finance*, v. 51, n. 1, p. 55-54, 1996.

FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. (1978) *Risk, return, and equilibrium: empirical tests*. *Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, p. 607-636, 1978.

FECHNER, G. T. (1912). *Elements of Psychophysics*. Dans: RAND, Benjamin (Dir.). *The Classical Psychologists: selections illustrating psychology from Anaxagoras to Wundt*. Boston: Houghton, Mifflin and Company. P. 562-572.

FERNANDEZ, P.R.S. (2014), *Probabilidade implícita de default em debêntures do mercado brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2014.

FERREIRA, A.B.H. (1999) *Novo Aurélio Século XXI: o dicionário da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.

FERREIRA, A.N.; (2017). *Fundos de Investimentos de 2003 a 2015: proxy de lucro e análise da composição da carteira por segmento de investidor, classe de fundos e categoria de ativos*
Texto para Discussão. IPEA, n. 2332, Set, 2017.

_____. (2017). *Fundos de investimentos no brasil: institucionalidade e decisões de alocação de riqueza (2008-2014)*. In.: *Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015, volume 1* / organizador: Claudio Hamilton Matos dos Santos. – Brasília: Ipea, 2017.

FISHER, I. (1996) *A teoria do juro: determinada pela impaciência por gastar renda e pela oportunidade de investi-la*. 2. ed. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1986. viii, 356p., il., 24cm. (Os economistas). Bibliografia: p. 347-350.

FORTUNA, E. (c1998). *Mercado financeiro: produtos e serviços* (11. ed. rev. e ampl). Rio de Janeiro, RJ: Qualitymark.

FOX, J. (2010) *O mito dos mercados racionais: uma história de riscos, recompensas e decepção em Wall Street*. Tradução de Gabriel Zide Neto. Rio de Janeiro, RJ: Best Seller, 2010. 475 p. ISBN 9788576844662 (broch.).

FREITAS, M.C.P. & CAGNIN, R.F. (2014). *A política financeira anticíclica e a evolução do crédito bancário entre 2009 e 2012*. In.: A economia Brasileira no contexto da crise global. São Paulo. Ed. Fundap, 2014

GALBRAITH, J. K. (1993). *A short history of financial euphoria*. New York, N.Y: Whittle Books in association with Viking.

GEROMEL, R. (2014). *Bilionários* São Paulo: Leya, 2014.

GIAMBIAGI, F. (2011). *Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003 – 2010)* In.: Fabio Giambiagi (org.) Economia Brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier.

GOMES, I. de O. (2018) *Estratégias para operações de day trade na B3*. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo FGV

GONÇALVES, R. (2011). *Redução da desigualdade da renda no Governo Lula: Análise comparativa*. internet: www.ie.ufrj.br

GRAHAM, B.; ZWEIG, J. (2007). *O investidor inteligente: um guia prático de como ganhar dinheiro na bolsa*. Coautoria de Jason Zweig. Rio de Janeiro, RJ: Nova Fronteira, 2007. 671 p. ISBN 9788520920008 (broch.).

GUNTHER, M. (2003) *Os Axiomas de Zurique: os conselhos dos banqueiros suíços para orientar seus investimentos*. 9.ed. Tradução de: Isaac Piltcher. Rio de Janeiro: Record, 2003.

HARCOURT, G.C.; KRIESLER P.(1965). *Keynes's Finance Motive*. In. *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics*, Volume 1.Ed. Geoffrey Harcourt and Peter Kriesler Oxford Economic Papers. UK, 1965.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991) *The Theory of Capital Structure*. The journal of finance. Vol. XLVI, no. 1 March 1991.

HARVEY, D. (1996). *A condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural* (6. ed.). (A. U. Sobral, & M. S. Gonçalves, Coaut. des). São Paulo, SP: Edições Loyola.

HASTIE, R.; DAWES, R.M. (2001). *Rational Choice in an Uncertain World: The Psychology of Judgement and Decision Making*. Sage Publications Inc., London.

HECKSCHER, E.F., et Al. (1991). *Heckscher-Ohlin trade theory*. Cambridge, Mass.: MIT: [s.n.], c1991. 222 p. ISBN 0262082012 (enc.).

HICKS, J. R. (1987) *Capital and time: a neo-Austrian theory*. Oxford: Clarendon, 1987. E-BOOK. (1 online resource (xi, 213 p.)), ill. Includes bibliographical references and index. ISBN 0191596418 (ebook). Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1093/0198772866.001.0001>.

_____. (1972) *Capital and growth*. London; New York, NY: Oxford University Press, [1972]. 342 p., illus, 21 cm. (A Galaxy books. A Galaxy book, GB375). Includes bibliographical references. ISBN 0195003314 (broch.).

HILFERDING, R. (2006). *Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development*. Edição de T. B. Bottomore. London; New York, NY: Routledge, 2006. ix, 466 p. ISBN 0415436648 (broch.).

HISSA, M. (2009) *Eu quero ser rico!*. São Paulo: Campus, 2009

HUME, D. (2009) *Tratado da natureza humana: uma tentativa de introduzir o método experimental de raciocínio nos assuntos morais*, 2ª ed rev e ampl. Tradução de Déborah Danowski. São Paulo: Editora UNESP, 2009.

_____. (2004) *Investigações sobre o entendimento humano e sobre os princípios da moral*. Tradução de José Oscar de Almeida Marques. São Paulo: Editora UNESP, 2004.

_____. (1999) *An Enquiry concerning Human Understanding (EHU)*, Tom Beauchamp, ed., Oxford University Press, Oxford, 1999.

Instruções CVM 497/11, 539/13, 355/01, 434/06. <http://www.cvm.gov.br/legislacao>

IOSCO, (1990). *The Role of Securities Commissions. Development Comitee of IOSCO*. Sept. 1990.

JEVONS, W.S.. *A Teoria Da Economia Política*. 2. ed. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1996. viii, 240p., il., 24cm. (Os economistas).

Kahneman, D. (2012). *Rápido e devagar: duas formas de pensar* (C. de A. Leite, trad.). Rio de Janeiro, RJ: Objetiva.

KEYNES, J. M. (1937) *Teorias alternativas da taxa de juros*. *Economic Journal*. P. 245-252. June 1937.

_____. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan. CW, VII.

KINDLEBERGER, C. P. Aliber, R. Z. (2011). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan.

KIYOSAKI, R.; LECHTER, S. *Pai rico, pai pobre: o que os ricos ensinam a seus filhos sobre dinheiro*; tradução de Maria José Cyhlar Monterio. – Rio de Janeiro, Campus, 2000.

KUHN, T.S. (2017) *A estrutura das revoluções científicas*. Tradução de Beatriz Vianna Boeira, Nelson Boeira. 13. ed. São Paulo, SP: Perspectiva, 2017. 323 p. (Debates, 115). ISBN 9788527301114 (broch.).

LA PORTA, R., et Al (1998), *Law and Finance*, Journal of Political Economy, 106, issue 6, p. 1113-1155.

LAVOIE, M. (2012). *History and methods of post-Keynesian economics*. In: ECKHARD, H.; STOCKHAMMER, E. (org.) *A modern guide to Keynesian macroeconomics and economic policies*. Cheltenham, UK. Edward Elgar, 2012.

LAZONICK W., O'SULLIVAN M. (2002) *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*. In: Lazonick W., O'Sullivan M. (eds) *Corporate Governance and Sustainable Prosperity*. The Jerome Levy Economics Institute Series. Palgrave Macmillan, London. https://doi.org/10.1057/9780230523739_2

_____. (2000); *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, Economy and Society, 29:1, 13-35, DOI: 10.1080/030851400360541

LE MOS, F.A.C (2018). *Análise técnica dos mercados financeiros*. Ed. Saraiva, São Paulo, 2018.

LINTNER, J. (1965) *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. Review of Economics and Statistics, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.

LOPREATO, F.L.C. (2018); *Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 327, Mar. 2018.

_____. (2018); *EUA – Relações entre Tesouro e Banco Central, política monetária e gestão da dívida pública: aspectos institucionais*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 341, Jun. 2018. ISSN 0103-9466

LUSARDI, A., & MITCHELL, O. S. (2011). *Financial literacy and retirement planning in the United*. Journal of Pension Economics & Finance, Volume 10, Issue 4, October 2011, pp. 509 – 525 DOI: <https://doi.org/10.1017/S147474721100045X>

MALAGUIAS, R. F., & MAMEDE, S. de P. N. (2015). *Efeito Calendário e Finanças Comportamentais no Segmento de Fundos Multimercados*. Revista De Administração Contemporânea, 19(spe1), 98-116. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20152062>

MALKIEL, B.G. (2003). *A random walk down Wall Street: the time-tested strategy for successful investing*. New York:W.W. Norton,

MALMGREN, P. (2015) *Geopolitics for Investors*, CFA Institute Research Foundation.

MANKIWI N.G. (2010). [Macroeconomics, 7th Edition](#). Worth Publishers.

MARKOWITZ, H.M. (1999) *The Early History of Portfolio Theory: 1600-1960*. Financial Analysts Journal, 55:4, 5-16, DOI: [10.2469/faj.v55.n4.2281](https://doi.org/10.2469/faj.v55.n4.2281)

_____. (1991). *Foundations of Portfolio Theory*. The journal of finance. Vol. XLVI, no. 2 June 1991.

_____. (1959). *Foundations of Portfolio Theory*. The Journal of Finance, vol. 46, no. 2, 1991, pp. 469–477. JSTOR, www.jstor.org/stable/2328831. Accessed 3 Dec. 2020.

_____. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*. Cowles Foundation Monograph, n. 16. New York: John Wiley E Sons, Inc, 1959.

_____. (1952). *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.

MAQUIAVEL, N. (2010) *O Príncipe*. São Paulo: Penguin Classics Companhia das Letras.

MAZZUCHELLI, F. (2004). *A contradição em processo: o capitalismo e suas crises* (2. ed.). Campinas, SP: UNICAMP/IE.

MELO, T.M., FUCIDJI, J.R. (2016). *Racionalidade limitada e a tomada de decisão em sistemas complexos*. Rev. Econ. Polit. [online]. 2016, vol.36, n.3, pp.622-645.

MERTON, R. C. *An intertemporal capital asset pricing model*. Econometrica, v. 41, n. 5, p. 867-887, 1973

MINSKY, H.P. (2008). *Stabilizing an unstable economy*. New York, NY: McGraw Hill.

_____. (1998) *Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies Macroeconomics*, University Library of Munich, Germany

_____. (1982). *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*. Hyman P. Minsky Archive. Paper 282.

_____. (1975). *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.

MODIGLIANI, F. and BRUMBERG, R.H. (1954) *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*. In: Kurihara, K.K., Ed., Post-Keynesian Economics, Rutgers University Press, New Brunswick, 388-436.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1963) *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. The American Economic Review, v. 53, n. 3, p. 433-43, 1963.

_____. (1958) *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. The American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-97, June 1958.

- MYRON, S.S. (1972). *The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices*. The Journal of Business. Volume 45, 2a. Ed., pp 179-211. University of Chicago Press. n. 160, maio 2009. ISSN 0103-9466
- NAMUR, L. (2015). *Renda Passiva*. LêLivros, 2015.
- NEWTON, I. (1999), *The Principia – Mathematical Principles of Natural Philosophy*, A new translation by I. Bernard Cohen & Anne Whitman, preceded by a A Guide to Newton 's Principia by I. Bernard Cohen, University of California Press, 1999
- OFÍCIO-Circular nº 4/2018-CVM/SMI- *Interpretação da SMI sobre obrigações relacionadas às atividades dos agentes autônomos de investimentos*. Comissão de Valores Mobiliários (2018). <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0418.html>
- O'SULLIVAN, M. (2000). *Corporate Governance and Globalization*. The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science, 570(1), 153–172. <https://doi.org/10.1177/000271620057000112>
- ORLEAN, A. (2006). *El Poder de Las finanzas*. Universidad Externado de Colombia, Bogotá: 2006
- PAPADIMITRIOU, D.B. & WRAY, L.R. (1999), *Minsky's Analysis of Financial Capitalism* The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 275, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=180071> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.180071>
- PAULA, L.F. (2014) *Sistema Financeiro, bancos e financiamento da economia*. 1ª. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014
- PIKETTY, T. (2014) *O Capital no Século XXI*. 1. ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014. 669p
- PORTER, M. E. (1996) *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: Free Press, 1985. (Republished with a new introduction, 1998.)
- PRADO, E.F.S. (2014). *Exame Crítico da Teoria da Financeirização*. In.: *Crítica Marxista*, n.39, p.13-34, 2014.
- RAMMÉ, N. (2011). *A teoria institucional e a definição da arte*. Revista Poiésis, n 17, p. 91-103, Jul. de 2011
- ROBERTSON, D.H.; Keynes, J.M. (1938) *Mr. Keynes and Finance*. The Economic Journal, vol. 48, nro 190, June, 1938, pp. 314 – 322.
- SALLES, C. (2010). *52 maneiras de ganhar dinheiro*. São Paulo: Ed. Melhoramentos, 2010

SAMSON, A. (Ed.) (2015). *The Behavioral Economics Guide 2015* (with an introduction by Dan Ariely). Retrieved from <http://www.behavioraleconomics.com>.

SAMUELSON, P. (1988). *Fundamentos da análise econômica*. São Paulo, SP: Nova Cultural, c1997. 382 p. (Os economistas). ISBN 8535109196 (enc.).

SCHUMPETER, J. A. (1985). *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico* (2. ed.). São Paulo, SP: Nova Cultural.

SERFATI, C. (2011). *Transnational corporations as financial groups*. Work Organisation, Labour and Globalisation, v. 5, n. 1, p. 10-38, 2011.

SHARPE, W. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964), pp. 425-442 Blackwell Publishing for the American Finance Association.

SHILLER, R. J. (2005). *Irrational exuberance*. Princeton, N.J: Princeton University Press.

SHLEIFER, A. (2000). *Clarendon Lectures: Inefficient Markets*. Oxford University Press

SHORROCKS, A. et Al. (2020). *Global Wealth Report 2020*. Crédit Suisse Research Institute. [credit-suisse.com/researchinstitute](https://www.credit-suisse.com/researchinstitute)

SILVEIRA, A.M. (1991). *A indeterminação de Senior*. Brazilian Journal of Political Economy 11 (4). <https://rep.org.br/rep/index.php/journal/article/view/1482>.

SIMON, H. A. (2004). *Models of a man: essays in memory of Herbert A. Simon*. Cambridge, MA: MIT. Models of man; social and rational. Wiley.

SIMON, H.A. (1976). *From substantive to procedural rationality*, in Spiro J. Latsis, *Method and Appraisal in Economics*, Cambridge: Cambridge University Press: 129-148.

_____. (1955) *A behavioral model of rational choice*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 69, n. 1, February: 99-118, compiled in, and quoted from, Simon (1957: 241-260).

SKIDELSKY R.; SKIDELSKY E. (2012). *How much is enough: money and the good life*. New York: Other Press.

SLOVIC, P. (2010). *A Economia Irracional. Como Tomar As Decisões Certas Em Tempos De Incertezas*. Elsevier, Campús, São Paulo, 2010.

SMITH, A. (2002) *The Wealth of Nations*. Oxford, England: Bibliomania.com Ltd, 2002.

_____ (1759). *The theory of moral sentiments*. London: Printed for A. Millar, and A. Kincaid and J. Bell.

SNOWDON, B., VANE, H. (2005) *Modern Macroeconomics – Its origin, development and current state*. Cheltenham, UK, Edward Elgar, 2005.

SUNSTEIN, C. (2014). *Nudging: A Very Short Guide*. Journal of Consumer Policy, Springer, vol. 37(4), pages 583-588, Dec., 2014

TALEB, N. (2017). *A lógica do cisne negro: o impacto do altamente improvável: gerenciando o desconhecido* (12. ed.). Rio de Janeiro, RJ: Best Seller.

THALER, R. H. (2008). *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness* (C. R. Sustein, Coaut. de). London: Penguin.

TOBIN, J (1958). *Liquidity preference as behavior toward risk*. Review of Economic Studies, v. 25, n. 2, p. 65-86, 1958

TOFFLER, A.; TOFFLER H. (2007). *A riqueza revolucionária*. São Paulo, SP: Futura.

TOMAZONI, T.; MENEZES, E.A.; (2002) *Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto)*. Revista de Administração, São Paulo v.37, n.4, p.38-48, outubro/dezembro 2002.

TORRES FILHO, E. T. (2012). *O Elo Perdido: O mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas*. Rio de Janeiro: Instituto de estudos para o desenvolvimento industrial.

_____. (2012). *Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil?* In: Prado, L.C.D. (org.) *Desenvolvimento Econômico e Crise: Ensaios em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares*. Centro Internacional Celso Furtado de políticas para o desenvolvimento. Rio de Janeiro: Contraponto

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. (1982) *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. 24th printing. Cambridge University Press, New York, 1982.

VALVERDE, M.L. (2003), *Um Estudo Sobre Finanças Comportamentais*, RAE-eletrônica, Volume 2, Número 1, jan-jun/2003.

VARIOS AUTORES, (2010). *Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia*. - 3. ed.- Brasília: Ipea, 2010. 169 p.

VEBLEN, T. (1987) *A teoria da classe ociosa: um estudo econômico das instituições*. 2. ed. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1987. 181p., il. (Os economistas).

WALTER. I. (2015). *The industrial Organization of the global asset management business*. CFA Institute Research Foundation.

WATTLES, W. (2020). *A Ciência de ficar Rico*. São Paulo: Montecristo Editora.

WEBER, M., & SHILS, E. (1949). *Max Weber on the methodology of the social sciences*. Glencoe, Ill: Free Press.

WILLIAMS, J. B. (1905) *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press 1938; 1997 reprint, Fraser Publishing.

WILLIAMS, A. P.; ROSSI, P.(2018) *O capital fictício: revisitando uma categoria controversa*. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 347, ago. 2018

ZAKRZEWSKI et Al. (2020); *The Future Of Wealth Management - A CEO Agenda*. The Boston Consulting Group (BCG).

ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth – Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Cornell University Press. London: 1983.