

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS**

**Rosane Symmes Koren**

**Finanças Comportamentais e Estratégias no Mercado de Ações**

**Porto Alegre**

**2007**

**Rosane Symmes Koren**

**Finanças Comportamentais e Estratégias no Mercado de Ações**

**Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Mercado de Capitais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais.**

**Orientador: Prof. Valter Bianchi Filho**

**Porto Alegre**

**2007**

**Rosane Symmes Koren**

**Finanças Comportamentais e Estratégias no Mercado de Ações**

**Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Mercado de Capitais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais.**

**Conceito final:**

**Aprovado em ..... de .....de.....**

**BANCA EXAMINADORA**

\_\_\_\_\_  
**Prof. Dr. .... – Instituição**

\_\_\_\_\_  
**Prof. Dr. .... – Instituição**

\_\_\_\_\_  
**Prof. Dr. .... – Instituição**

\_\_\_\_\_  
**Orientador – Prof. : Valter Bianchi Filho – UFRGS**

## **AGRADECIMENTOS**

Ao professor Valter Bianchi Filho que orientou da melhor forma possível.

Agradeço ao diretor-presidente da Bannisul Corretora de Valores, Sr. José Alfredo Duarte Filho, que apoiou a participação nesta especialização. Agradeço aos clientes freqüentadores da Corretora que, com seus relatos, proporcionaram a base para o desenvolvimento deste trabalho.

Agradeço aos professores que tive o prazer de conhecer ao decorrer deste curso. A colegas e amigos que participaram de momentos importantes ao longo desse curso, em especial a Aline, Jussara e João Carlos.

Gostaria de agradecer aos meus pais Ari e Sandra, que me ensinaram a prática da ética e a perseverar em buscar de meus objetivos.

Gostaria de agradecer ao meu querido companheiro Flávio pelo amor, paciência, força e carinho sempre demonstrado em todos esses anos, principalmente nos últimos meses.

“Se uma jóia cair no lago, muitas pessoas cairão na água a fim de recuperá-la, agitando-a até que se torne turva. O homem sábio espera que a água se acalme de modo que a jóia venha a brilhar naturalmente, por si própria”.

Buda

## RESUMO

O presente estudo aborda como alguns investidores se posicionam em relação a seus investimentos no mercado acionário, utilizando-se de estratégias ou por intuição, independentemente de análises mais aprofundadas.

Neste trabalho identifica-se o perfil de seis investidores (com características distintas e completamente aleatórias) e é analisado até que ponto o comportamento e suas estratégias são racionais do ponto de vista da teoria financeira e dos conceitos abordados pelas Finanças Comportamentais (*behavioural finance*).

Palavras-chave: Finanças Comportamentais; Teoria de Portfólios.

## **ABSTRACT**

This paper evaluates the investment decision process conducted by a group of investors in the stock market, whose strategies are based on simple rules or even intuition.

A sample of six different investors is taken and their profile identified through an interview about their criteria of investment. An analysis is conducted about the rationality of their choices, under the behavioral finance point of view.

Key-words: Behavior finances, theory of portfolio.

## **LISTA DE SIGLAS**

BANRISUL – BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL

BM&F – BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS

BOVESPA – BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

CBLC – COMPANHIA BRASILEIRA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA

CDI – CERTIFICADOS DE DEPÓSITO INTERBANCÁRIOS

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

IBOVESPA – ÍNDICE DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

PETROBRAS – CIA BRASILEIRA DE PETROLEO

IBX – INTERBASE EXPRESS

IPO – OFERTA PÚBLICA INICIAL



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	9
<b>1 Breve histórico sobre a Teoria do Risco</b> .....	12
<b>2 Teoria Moderna de Finanças</b> .....	16
<b>3 Finanças Comportamentais</b> .....	17
3.1 A Teoria das Perspectivas.....	18
3.1.1 Erros de Preferência.....	21
<b>4 Estratégias de Investimento</b> .....	22
4.1 O Investidor Inteligente.....	22
4.2 A Flutuação como guia para decisão de investimentos.....	23
4.3 Comprando na baixa e vendendo na alta.....	24
4.4 Fórmulas de Investimento.....	25
4.5 Flutuações do mercado na carteira do investidor.....	25
4.6 Valorização do negócio <i>versus</i> variação do mercado.....	26
<b>5 Método para obter depoimentos</b> .....	29
<b>6 Depoimentos</b> .....	30
<b>7 Análises referentes às decisões tomadas pelos investidores segundos os referenciais teóricos</b> .....	35
<b>CONCLUSÃO</b> .....	43
<b>RECOMENDAÇÕES</b> .....	50
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	53

## INTRODUÇÃO

O presente estudo aborda como alguns investidores se posicionam em relação a seus investimentos no mercado acionário, utilizando-se de estratégias ou intuição, independentemente de análises mais aprofundadas.

A escolha da temática partiu da experiência que obtive ao realizar atividades profissionais na Banrisul Corretora de Valores, na qual desempenho funções específicas (há, aproximadamente, cinco anos) e onde estou em contato diariamente com este público. Orientações e esclarecimentos aos clientes ou a futuros investidores em relação ao mercado de capitais fazem parte de minhas tarefas diárias

Neste trabalho identifico o perfil de seis investidores, com características distintas e completamente aleatórias e analiso até que ponto o comportamento e suas estratégias se relacionam com estudos sobre “Finanças Comportamentais” (behavioural finance).

Através desses depoimentos, não direcionados, de alguns clientes freqüentadores da Corretora, obtive dados que possibilitaram uma análise do comportamento desses investidores. A coleta dos depoimentos aconteceu no mês de outubro (2007).

Como base principal, para analisar o comportamento do investidor, serão utilizados os artigos “The Framing of Decisions and the Psychology of Choice” de Amos Tverky e Daniel Kahneman e a Teoria das Perspectivas (Kahneman e Tversky, 1979 e Tversky e Kahneman, 1981).

Kahneman e Tversky, psicólogos e professores israelenses, realizaram pesquisas que fundamentaram a base teórica sobre a análise de comportamento dos investidores, sendo estas pesquisas um importante ponto de partida para o desenvolvimento das Finanças Comportamentais (Behavioural Finance). Eles introduziram a Teoria do Prospecto ou Teoria das Perspectivas, onde os decisores tendem a ter comportamentos não consistentes perante o risco, opondo-se, desta forma, às teorias racionalistas como, por exemplo, a teoria da utilidade esperada.

Para analisar as estratégias utilizadas pelos investidores, basear-se-á na obra de Benjamin Graham “The Intelligent Investor” (1949). Benjamin Graham, que é freqüentemente citado como o pai da análise fundamentalista e o Decano do “Value Investing”, foi mestre, amigo e mentor de Warren Buffet (que também será utilizado como teórico de referência).

A abordagem deste livro é muito mais de caráter estratégico do que tático, salientando a análise individual de ações. “Nosso objetivo principal será guiar o leitor para evitar que ele caia em áreas aonde é possível cometer grandes erros e, também, desenvolver políticas para que ele se sinta confortável”. Ele é claro quanto as suas intenções “nosso livro não é destinado a especuladores”.

Devido à crise de 1929, Graham preocupava-se muito com o posicionamento psicológico do investidor, tendo efetuado várias citações para exemplificar a sua visão. A mais conhecida delas é a do “*Mr. Market*”. A citação segue a seguir:

O Senhor Mercado (Mr. Market) é muito solícito... todo dia, dependendo de seus sonhos ou medos ele faz ofertas às nossas ações... que podemos comprar ou vender apenas quando for de nosso interesse... A maioria das vezes nós não damos atenção a ele, apenas a nossa própria avaliação e aos fatos... somente quando achamos que os preços estão absurdamente caros ou baratos é que prestamos atenção as suas ofertas. **(GRAHAM)**

No prefácio do referido Livro, Warren Buffet diz que todos os investidores deveriam ler o capítulo oito pelo menos uma vez por ano, para evitar ser influenciado pelas flutuações do Mercado.

O capítulo oito do livro “*The Intelligent Investor*”, será utilizado como ponto referencial, pois trata sobre o investidor e as flutuações do mercado e, com isso, será possível identificar se o público aqui estudado caracteriza-se como Investidor ou Especulador. E, também, se esse investidor utiliza-se de uma das duas táticas listadas: *timing* e *pricing*.

A expressão *timing* refere-se à capacidade de antecipar a tendência de preços do mercado, comprando ou deixando de vender quando o mercado estiver com tendência de alta, e vendendo, ou pelo menos deixando de comprar, quando o mercado estiver com tendência de baixa. Já, a expressão *pricing* quer dizer a maneira

de comprar um papel quando ele estiver abaixo do seu “preço justo” e vender quando ele estiver acima.

Para ilustrar o desenvolvimento das teorias financeiras será apresentado um breve histórico sobre o risco, baseado no livro “*O Desafio aos Deuses*” de Peter Bernstein (1997), onde o risco, apesar de ser inevitável em qualquer situação, pode ser administrado.

## 1 BREVE HISTÓRICO SOBRE A TEORIA DO RISCO

Este breve histórico serve para ilustrar quando, como e quais foram os principais nomes que contribuíram para o desenvolvimento das teorias financeiras.

No caso do conceito de risco, esse longo processo envolveu, de um lado, o lento desenvolvimento da teoria da probabilidade, cuja história, que tem início no século XVII e é contada de forma coloquial por Peter Bernstein (1997), no livro *O Desafio aos Deuses*.

A palavra “risco” deriva do italiano antigo “*risicare*”, que significa ousar. Então, a “História do Risco” trata das ações que tomamos além de nossos limites e que é uma opção e não um destino. Nem sempre a decisão dos investimentos é racional - a lógica das decisões. A capacidade de antecipar os acontecimentos futuros e a escolha entre várias opções é uma questão importante nas sociedades contemporâneas.

A fórmula para o investimento, com a finalidade de ganho financeiro, tem estado inalterada desde sua revelação, há cerca de 600 a.C., por um homem muito inteligente, Esopo. Ensinou ele: “um pássaro na mão vale por dois no arbusto”. O investidor deverá saber então o valor máximo do arbusto. Para conhecer esse valor máximo, o investidor deverá ter embasamento razoável sobre quantos pássaros há no arbusto, assim como quantos haverá e quando surgirão<sup>1</sup>.

Somos guiados, pela Administração do Risco, em direção a uma ampla possibilidade de decisões, desde aplicar a riqueza no lugar certo, à preservação da saúde pública; das estratégias de um conflito armado ao planejamento familiar; da remuneração relativa aos Prêmios de Seguros à utilização de um cinto de segurança; do cultivo do milho até o comércio de subprodutos deste alimento.

Antigamente as ferramentas agrícolas, os equipamentos industriais e os instrumentos da gestão empresarial e das comunicações eram muito simples, sendo que os estragos, embora freqüentes, não exigiam técnicos especializados para o

---

<sup>1</sup> “Os ensaios de Warren Buffett: lições para investidores e administradores. São Paulo: R.T.S. Reboças, 2005, p. 259”.

conserto. A deficiência em uma área não interferia nas outras áreas. Hoje são utilizados instrumentos muito sofisticados e as falhas podem representar conseqüências catastróficas, por isso é necessário estar permanentemente atento para possíveis deficiências ou erros.

A Teoria das Probabilidades e de outros instrumentos de administração do Risco possibilitou a projeção de grandes pontes transpondo largos rios, construções mais aquecidas por lareiras ou aparelhos elétricos. As usinas não existiriam, as doenças não teriam sido erradicadas, o transporte aéreo seria inviável e as viagens espaciais ficariam apenas no terreno da fantasia.

As várias modalidades de Seguros possibilitaram assistência à família diante da perda de seu provedor. A assistência médica foi estendida a um número maior de pessoas e da mesma forma foi à aquisição da casa própria. Os agricultores, ao terem condições de vender suas safras a um preço pré-estabelecido à colheita, puderam produzir uma quantidade muito maior de alimentos.

Nos primeiros tempos do Capitalismo, os investidores ficavam restritos a possuir uma ação somente, porém com a abertura do Mercado de Capitais houve a expansão de empresas e diversificação em outros segmentos. O sistema econômico atual é impulsionado pela capacidade de administrar o Risco, pela vontade de explorar opções ousadas, correndo riscos e, estes são elementos chaves da energia, que movimenta este sistema.

Foi no Renascimento que iniciou um estudo mais aprofundado a respeito do Risco. A partir deste momento no qual as pessoas se libertaram dos seus paradigmas ultrapassados.

Esta foi uma época de grande turbulência religiosa, onde nascia o capitalismo e a ciência direcionou-se para abordagens mais avançadas. Nesta época, Pierre de Fermat, advogado e brilhante matemático, ao colaborar com Blaise Pascal no jogo da Busca Trivial, chegou a descoberta da Teoria das Probabilidades, o núcleo matemático do conceito de risco.

Ao solucionar o enigma de Paccioli, a Teoria das Probabilidades possibilitou que as pessoas pudessem decidir suas ações através da previsão do futuro com a ajuda dos números. Antigamente, os indivíduos faziam suas escolhas protegendo seus

interesses e praticando o comércio sem compreender qual o risco envolvido ou a natureza da tomada de suas decisões. Atualmente, a nossa compreensão do risco possibilita tomar decisões de uma maneira mais racional sem ser influenciada por superstições ou pelas tradições arcaicas.

A Teoria das Probabilidades foi se transformando, na evolução dos tempos, num poderoso instrumento de organização, interpretação e aplicação das informações. A partir dela foram surgindo outras técnicas quantitativas de Administração do Risco, possibilitando desencadear um novo ritmo nos tempos modernos.

A Lei dos Grandes Números e os métodos de amostragem estatística, do matemático suíço Jacob Bernoulli, e a estrutura da distribuição normal, de Abraham de Moivre (1730), também conhecida como a Curva em Sino, que originou o conceito de Desvio Padrão, constituíram o que se confere hoje como a “Lei das Médias” e são os componentes essenciais das técnicas modernas de quantificação de risco.

Daniel Bernoulli (1738) introduziu a utilidade como a unidade para medir preferências – para medir quanto gostamos mais de uma coisa do que de outra e quanto cada indivíduo está disposto a pagar por determinada coisa é diferente do outro.

Oito anos depois, o sobrinho de Jacob Bernoulli, Daniel Bernoulli, matemático e cientista também iminente, definiu pela primeira vez o processo sistemático pelo qual as pessoas realizam suas escolhas e chegam as suas decisões.

Para Daniel Bernoulli:

os jogos de azar e os problemas abstratos não passavam de ferramentas para formular sua tese principal de riqueza e oportunidade e seu objetivo é estabelecer regras pelas quais qualquer um poderia estimar suas perspectivas em qualquer empreendimento arriscado à luz de suas circunstâncias financeiras específicas. (BERNSTEIN, 1997, p. 109)<sup>2</sup>

As ferramentas atualmente usadas na Administração do Risco resultaram da evolução destas teorias, excetuando-se:

a) a Teoria de Francis Galton (1875), que descobriu a Regressão a Média, explicando por que o orgulho precede uma queda, ou seja, sempre que

---

<sup>2</sup> Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco.

tomamos uma decisão baseada na expectativa de que as coisas voltarão ao normal, estamos aplicando esta noção de regressão à média;

b) a Teoria de Harry Markowitz, ganhador do prêmio Nobel em 1952, que demonstrou matematicamente por que “colocar todos os ovos na mesma cesta é uma estratégia inaceitavelmente arriscada, e por que a diversificação é o melhor negócio para o investidor ou gerente de empresa”.

Segundo Markowitz (1952), a Teoria do Portfólio consiste em selecionar carteiras eficientes de ativos que melhor atendam aos objetivos do investidor em termos de retorno esperado e risco, sendo que o processo de selecionar uma carteira pode ser dividido em dois estágios: o primeiro estágio se inicia com a observação e a experiência do investidor e acaba com as crenças nos desempenhos futuros dos títulos disponíveis para investimento; o segundo estágio tem início com as crenças relevantes nos desempenhos futuros e acaba com a escolha da carteira propriamente dita.<sup>3</sup>

O artigo publicado em junho de 1952, no *Journal of Finance*, por Harry Markowitz, é considerado por muitos como o marco inicial da Moderna Teoria de Finanças. Até então, as teorias existentes se fundamentavam na contabilidade e no direito, não incorporando na forma de avaliação dos ativos o comportamento do homem.

O movimento intelectual que revolucionou *Wall Street*, as finanças corporativas e as decisões empresariais em todo o planeta foram desencadeados a partir dessas teorias.

Segundo Peter Bernstein, independente da profissão ou da atividade desempenhada o fato é que tanto um investidor em ações quanto um engenheiro que projeta pontes ou para um empresário que está abrindo um novo negócio “o risco é um parceiro inevitável”.

---

<sup>3</sup> Castro Júnior, FAMA, 2002, p.26 (As Novas Finanças Comportamentais, 2003. Disponível em: [http:// www.behaviouralfinance.net](http://www.behaviouralfinance.net)).



## 2 TEORIA MODERNA DE FINANÇAS

Os conceitos da Moderna Teoria de Finanças se fundamentam em premissas onde os agentes do mercado, através de um comportamento humano racional, tomam decisões que buscam maximizar seu bem estar ao longo da curva de utilidade e formam expectativas não-viesadas sobre eventos futuros.

A partir desses estudos, alguns psicólogos e economistas que atualmente possuem grande renome na área comportamental, como Kahneman e Tversky aliaram a psicologia à economia na tentativa de explicar algumas falhas presentes nas Finanças Modernas.

A idéia dos estudiosos no assunto é desenvolver modelos econômicos que levem em consideração o fato de que o homem não é totalmente racional. A dificuldade na elaboração desses modelos está relacionada com a complexidade da irracionalidade humana, ou seja, de que maneira as pessoas não utilizam os conceitos modernos de finanças e acabam utilizando seus próprios modelos mentais. Os trabalhos, até o momento, identificaram alguns modelos comportamentais. Apesar desses estudos terem chegado a conclusões satisfatórias, ainda não apresentaram avanços com relação a como incorporar esses comportamentos nos modelos modernos de finanças e como esses comportamentos, em conjunto, afetam o mercado.

### 3 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

A escolha de Daniel Kahneman (Tel Aviv, Israel, 1934) para receber, o Prêmio Nobel de Economia de 2002 atesta a importância de uma linha de pesquisa que surgiu no meio acadêmico no final da década de 70 e vem coletando evidências de que as decisões que tomamos violam, de forma sistemática, alguns princípios básicos de consistência. Uma dessas violações é a de que respondemos diferentemente a um mesmo problema decisório se forem feitas mudanças na forma como este problema é apresentado. Kahneman e seu colaborador, Amos Tversky (falecido em 1996), chamaram esse fenômeno de efeito framing e articularam a Teoria das Perspectivas (Kahneman e Tversky, 1979 e Tversky e Kahneman, 1981) para explicá-lo<sup>4</sup>.

Amos Tversky (16 de Março de 1937 - 2 de Junho de 1996) foi um pioneiro da ciência cognitiva, um colaborador de longa data de Daniel Kahneman, e uma figura chave na descoberta do enviesamento humano sistemático e a gestão do risco. Com Kahneman, ele deu origem a teorias que explicam as escolhas irracionais humanas. Recebeu o seu doutoramento pela Universidade de Michigan em 1965, e ensinou mais tarde na Universidade Hebraica de Jerusalém, antes de ser professor na Universidade de Stanford. Em 1984 recebeu o MacArthur Fellowship<sup>5</sup>.

Finança comportamental diz respeito à aplicação da psicologia na área das finanças, buscando definir como os indivíduos tomam decisões relacionadas a seus investimentos. É a escolha de novos caminhos na teoria das finanças, abrangendo desde os modelos tradicionais à psicologia à economia e métodos quantitativos.

Tem como objetivo a incorporação dos aspectos psicológicos dos indivíduos, de uma maneira interdisciplinar, no processo de obtenção de recursos, avaliação e precificação de ativos, levando em consideração a limitação na racionalidade dos investidores, a partir das ações que interferem no comportamento do mercado<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Retirado do site: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482004000200012&script=sci>

<sup>5</sup> Retirado do site: <http://pt.wikipedia.org/wiki/AmosTversky>

<sup>6</sup> Retirado do site: [http://pt.wikipedia.org/wiki/Finan%C3%A7as\\_comportamentais](http://pt.wikipedia.org/wiki/Finan%C3%A7as_comportamentais)

Existem diversas definições de Finanças Comportamentais, entretanto elas convergem entre si, havendo estudos referentes às ilusões cognitivas, em seus reflexos no comportamento das decisões e nas formas como estas ilusões podem interferir no mercado financeiro. Esses erros, ao se tornarem sistemáticos são caracterizados como ilusões cognitivas.

A Hipótese de Eficiência do Mercado representa a base da Teoria Moderna de Finanças, entretanto a racionalidade limitada dos investidores diverge dessa teoria. Os modelos comportamentais com frequência se expressam através de uma forma específica de racionalidade.

Os economistas definem esses modelos com base em estudos da psicologia cognitiva, que aponta para os desvios sistemáticos surgidos a partir das crenças que os indivíduos formam ou nas preferências individuais que norteiam suas decisões.

A tendência dos investidores a cometer erros sistemáticos de avaliação é chamada de ilusão cognitiva.

### 3.1 A TEORIA DAS PERSPECTIVAS

As pesquisas de Herbert Simon, Prêmio Nobel de Economia de 1978, constituem um importante ponto de referência no estado atual do conhecimento na área de julgamento e tomada de decisão. Simon (1957) contrastou os métodos considerados racionais, do ponto de vista da teoria clássica microeconômica de tomada de decisão, com as evidências de como as pessoas realmente decidem, e indicou haver um hiato entre o que se faz e o que se deveria fazer. O motivo desse hiato estaria associado a questões cognitivas: “A capacidade humana para formular e solucionar problemas complexos é muito pequena comparada à capacidade que uma solução, dentro dos padrões de comportamento objetivamente racional, requer” (Simon, 1957, p.31).

A Teoria das Perspectivas (Kahneman e Tversky, 1979 e 1984 e Tversky e Kahneman, 1981) segue a tradição das pesquisas de Simon e foi desenvolvida a partir de um conjunto de experimentos que revelaram violações sistemáticas nos axiomas de comportamento racional. A violação ao axioma da invariância é ilustrada a seguir. Kahneman e Tversky (1979) solicitaram aos participantes de uma pesquisa que considerassem as seguintes decisões:

Decisão 1: Opção A: Ganhar \$500 com certeza

Opção B: 50% de chances de ganhar \$1.000

Decisão 2: Você recebe \$1.000

Opção A: perde \$500 com certeza

Opção B: 50% de chances de perder \$1.000

Não há diferença entre as decisões 1 e 2, sob a perspectiva racional. Em ambas, a opção A significa ficar com \$500 e a opção B significa 50% de chances de ficar com \$1.000. A maneira como cada decisão foi descrita, entretanto, difere: a decisão 1 induz a posição financeira atual como o ponto de referência para descrever os resultados; já a decisão 2 usa como ponto de referência a posição financeira atual mais \$1000. No experimento, a maioria (72%) dos respondentes preferiu a opção “A” quando apresentada à decisão 1, e a maioria (78%) preferiu a opção “B” quando apresentada à decisão 2.

Tversky e Kahneman (1981), conforme já mencionado, atribuíram a expressão “efeito *framing*” para descrever a possibilidade de reverter preferências em decisões, de forma sistemática, por meio de alterações na forma de apresentar o problema.

A Teoria das Perspectivas é desenvolvida em duas questões:

- 1) A maneira como um problema é apresentado pode alterar a decisão do investidor (Framing);
- 2) A aversão à perda pode levar os investidores a realizar o ganho prematuramente, aumentando sua exposição ao risco, tentando recuperar as

perdas, sendo que o sofrimento relacionado com a perda é maior do que o prazer relacionado a um ganho do mesmo valor.

Tversky e Kahnemann (1981) apresentaram um mesmo problema com diferentes formulações numa pesquisa. Pacientes infectados com uma doença fatal seriam submetidos a dois diferentes planos de tratamento. Num destes planos seria garantida a eficácia do tratamento e no outro a eficácia seria provável, mantendo-se estatisticamente um valor médio igual para os dois planos.

Metade dos sujeitos testados foi informada sobre quantos seriam salvos com certeza, no primeiro plano, e a possibilidade de que todos fossem salvos, no segundo plano. A outra metade dos sujeitos testados foi informada sobre quantos morreriam com certeza e a possibilidade de que todos morressem.

Com a primeira instrução, 72% dos testandos optaram pela alternativa certa, mas 78% escolheu a alternativa provável, na segunda instrução. Ambos os autores concluíram que as pessoas procuram simplificar o problema, modelando a forma de simplificação, para tomarem uma decisão.

Através de pesquisas experimentais, os autores concluíram que o comportamento decisório foge daquilo que é considerado como racional.

A estruturação da decisão, ou seja: "*decision framing*", segundo os autores representa:

- 1) a percepção sobre os elementos essenciais;
- 2) alternativas;
- 3) resultados;
- 4) probabilidades.

Essa percepção levará em conta: fatores culturais, pessoais e a forma de apresentação do problema. A apresentação do problema é regulada pelos seguintes princípios:

- 1) Os resultados da decisão são avaliados como: ganhos ou perdas, levando em consideração um ponto de referência que o tomador de decisão escolhe no momento da decisão. Esse ponto de referência pode ser definido como o "status quo", os níveis de aspiração, as expectativas e também poderá ser manipulado dependendo da forma como o problema é apresentado ao tomador de decisão.

2) Se o ponto de referência estiver relacionado com resultados percebidos como ganhos, vai predominar na decisão uma posição de aversão ao risco.

Os resultados serão avaliados por um valor subjetivo e pessoal, em vez do seu valor objetivo, sendo que as pessoas são mais sensíveis a diferenças entre resultados quando estes estão mais próximos do ponto de referência.

A sensação associada à perda de um determinado valor é mais significativa do que a sensação associada ao ganho de valor correspondente.

Tversky, afirma que “a principal força propulsora é a aversão à perda. Não se trata tanto de que as pessoas odeiam a incerteza-mas, pelo contrário, do que odeiam perder” .<sup>7</sup>

### **3.1.1 ERROS DE PREFERÊNCIA<sup>8</sup>**

1) as pessoas supervalorizam as baixas probabilidades e subvalorizam as altas (Ponderação não linear das probabilidades);

2) há uma valorização de mudanças e não de estados finais, focalizando ganhos ou perdas em vez de resultados finais (que maximizem a utilidade);

3) a maneira como a situação é apresentada, considerando ganhos ou perdas, influencia a preferência daquele que decide (Forma e atratividade da situação);

4) em situações de perda as pessoas esperam que o equivalente certo seja muito maior do que a situação de ganho (Assimetria entre ganhos e perdas);

5) numa combinação de situações há uma forte tendência em tratar isoladamente cada uma das formas, não sendo levado em consideração o estado final, na tomada de decisões (Concepção restrita).

---

<sup>7</sup> 1990, p. 75 apud BERNSTEIN/Desafio aos Deuses: uma fascinante história do risco p. 273

<sup>8</sup> Referência ao artigo de Tversky e Kahneman: “The framing of decisions and the psychology of choice”.

## 4. ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO

### 4.1 O INVESTIDOR INTELIGENTE

Benjamin Graham (8 de Maio de 1894 – 21 de Setembro de 1976) foi um economista influente e investidor profissional que é hoje chamado o "Pai da Análise Financeira Moderna. Investia utilizando um método puramente quantitativo ao alcance de qualquer um, empregando informações de domínio público<sup>9</sup>. Graham é o autor de frases como:” Comprar uma nota de um dólar por cinquenta centavos”.

Graham neste livro não classifica os investidores de acordo com a sua aversão ao risco. Cita que “a taxa de retorno auferida está muito mais relacionada com o montante de esforço que o investidor esteja apto ou disposto a empreender em sua tarefa”.

Ele recomenda para o investidor defensivo um programa em que se mantenha sempre uma relação de 50% em ações e 50% em renda fixa, “em todas as ocasiões”. “É quase uma contradição sugerir como uma política viável para o acionista mediano que venda parte de sua carteira quando o mercado avança além de um determinado ponto e que compre quando houver um declínio correspondente. Isto porquê o investidor médio opera...exatamente da maneira inversa...”.

Segundo Graham, "Investimento" é aquele feito através de análise, e deve prometer segurança do principal e rendimento satisfatório. A ausência de qualquer um desses aspectos na análise seja da segurança do principal, como do retorno, deve ser considerada como “especulação”.

O capítulo 8 do referido livro trata do investidor e as flutuações de mercado.

Segundo Graham, o investidor que aplicar em renda fixa no curto prazo, menos de 7 anos, não necessitará sofrer com as flutuações do mercado acionário. Já ações e

---

<sup>9</sup> Retirado do site: [http://www.thinkfnwiki.com/wiki/index.php?title=Benjamin\\_Graham](http://www.thinkfnwiki.com/wiki/index.php?title=Benjamin_Graham)

títulos de longo prazo trazem a instabilidade e flutuação, característica esta ocorrida com o passar do tempo.

Para tanto, o investidor deve se preparar para, conscientemente, lucrar com as variações de nível do mercado, tanto pela valorização de seus papéis com o transcorrer do tempo, como pela aquisição e venda a preços vantajosos.

Ter preocupação com o mercado é inevitável, mas não a ponto de se tomar atitudes especulativas que possam vir a ocasionar perdas ao investidor. Se mesmo assim, o investidor quiser especular, deve reservar para tal uma pequena quantidade de recursos completamente separados de suas necessidades financeiras mensais.

#### 4.2 A FLUTUAÇÃO COMO GUIA PARA DECISÃO DE INVESTIMENTOS

O investidor inteligente deve estar sempre atento as flutuações do mercado a fim de tentar lucrar com elas. Duas são as possibilidades para se tentar o lucro: através do “*timing*” (capacidade de antecipar a tendência de preços do mercado, comprando ou deixando de vender quando o mercado estiver com tendência de alta), e vendendo, ou pelo menos, deixando de comprar quando o mercado estiver com tendência de baixa. Já o “*pricing*” é a maneira de comprar um papel quando ele estiver abaixo do seu “preço justo” e vender quando ele estiver acima.

O investidor inteligente pode obter bons ganhos usando o “*pricing*”; Já, colocando ênfase no “*timing*”, o investidor sofrerá o que se pode chamar de “miopia do investidor”, partindo para o campo da adivinhação do que irá acontecer no futuro e cairá inequivocamente no campo do especulador. Citação de Graham:

Investimento” é aquele feito através de análise, e deve prometer segurança do principal e rendimento satisfatório. A ausência de qualquer um desses aspectos na análise seja da segurança do principal como do retorno, deve ser considerada como “especulação. (GRAHAM,)

Graham, assim como Warren Buffet, acredita que quanto mais distância o investidor estiver de *Wall Street*, menos ele acreditará em antevisões do



comportamento do mercado. Diariamente são publicadas inúmeras previsões, as quais não se deve levar muito a sério, pois o investidor acabará achando que as opiniões dos consultores e das corretoras são mais confiáveis que as suas.

Para Graham, “você nunca estará certo ou errado porquê o mercado discorda de você. Você estará certo se os seus dados e o seu raciocínio estiverem corretos”.

É absurdo pensar que todos os investidores ganharão seguindo previsões destes profissionais. Quem comprará ações se, num determinado momento, for anunciado que as mesmas deverão ser vendidas para realizar o lucro? Não existe base provando que algum investidor comum possa antecipar os movimentos do mercado melhor que o mercado como um todo.

O “*timing*” para o especulador tem grande importância psicológica, pois ele quer auferir ganhos de forma rápida. É inconcebível para ele esperar um ano para que o seu papel suba, porém para um investidor este tempo de espera não traz conseqüências maiores. O “*timing*” não tem qualquer validade para o investidor, a não ser que coincida com o “*pricing*”. De acordo com Graham, “nós deveríamos comprar ações da mesma forma que as mulheres compram legumes e verduras e não como elas compram perfumes”.

#### 4.3 COMPRANDO NA BAIXA E VENDENDO NA ALTA

Se estivermos convencidos de que o investidor comum não irá ganhar tentando antecipar o movimento do mercado, será que conseguiria ganhar olhando para os movimentos depois de terem transcorrido? No caso, comprando depois de uma grande queda ou vendendo após um forte período de alta?

Analisando as flutuações de preços antes de 1950, provaram que sim, conforme as flutuações do índice *Standard and Poors* durante os anos de 1900 e 1970. Nos últimos anos, o padrão não foi seguido, não permitindo aos participantes seguir a regra de comprar na baixa e vender na alta. E será que o investidor terá que ficar esperando um mercado em baixa para comprar?

O procedimento recomendado é fazer provisões que permitam mudanças nas proporções de ações e renda fixa em sua carteira, de acordo com o nível de preços das ações, se este se mostrar mais ou menos convidativo em padrões de valores.

#### 4.4 FÓRMULAS DE INVESTIMENTO

No início do ciclo de alta, em meados de 1950, muitos investidores usaram o que na época se denominou “Plano de investimentos por fórmula”, visando automaticamente à venda dos papéis na alta. Isto parecia racional e apresentava ótimos resultados quando aplicados ao passado retroativamente.

Muitos conseguiram excelentes lucros, mas o aumento da popularidade dessas fórmulas marcou o momento em que elas deixavam de funcionar. Na verdade, qualquer tentativa de se ganhar dinheiro no mercado com uma “fórmula mágica”, que possa ser descrita e seguida por um monte de gente, acaba dando errado.

#### 4.5 FLUTUAÇÕES DO MERCADO NA CARTEIRA DO INVESTIDOR

A flutuação dos papéis no mercado é inerente ao negócio. Se uma forte alta do mercado é razão para grande satisfação, qual a atitude a tomar? Neste ponto começam a aumentar as chances do investidor ser levado pela emoção, afinal agora ele está mais rico do que antes. Será que não é hora de pensar em vender? Ou deve lamentar-se por não ter comprado mais quando os preços estavam baixos? Ou, contaminado pelo clima de euforia, começar a fazer grandes compras e arriscadas, agindo assim como especulador? A última questão deve ser respondida com um não exigindo do investidor muita convicção para se superar e não seguir a multidão.

Outro ponto é que, de forma bem genérica, as ações de empresas de segunda linha tendem a ter uma flutuação maior que as grandes companhias, porém não se

pode atribuir um desempenho pior no longo prazo para estas pequenas companhias bem estabelecidas.

Graham, neste ponto, sugere que o investidor adote um método mecânico para variar a proporção de títulos e ações na carteira. Isto dará alguma coisa para ele fazer nos momentos de apreensão. Se o mercado estiver subindo, ele irá de tempos em tempos vendendo ações e investindo em renda fixa. Quando o mercado estiver caindo, é só fazer o contrário, resgatando renda fixa e ir comprando ações. O investidor consciente terá uma satisfação pessoal em saber que as suas operações vão justamente contra as operações da multidão.

#### 4.6 VALORIZAÇÃO DO NEGÓCIO *VERSUS* VARIAÇÃO DO MERCADO

O investidor é, na verdade, o dono de uma pequena parte de vários negócios. Seus resultados são dependentes dos lucros da empresa ou da mudança no valor de seus ativos. Ele é um mercador que pode vender suas ações a qualquer momento a preços que variam segundo o mercado e que nem sempre convergem com o valor apresentado no balanço.

O desenvolvimento da bolsa de valores tornou o investidor comum mais sensível ao preço das ações e menos confortável para se considerar apenas o proprietário de um negócio. Por quê? Porque as empresas vencedoras, nas quais ele tem a intenção de concentrar seu portfólio são oferecidas quase que constantemente acima do seu valor patrimonial. Para comprar, ele precisa pagar um prêmio ao mercado esperando que com o tempo este prêmio retorne com lucro, sendo que ao pagar o prêmio o investidor acaba ficando a mercê da sorte e esperando que o mercado reconheça suas próprias avaliações.

Aqui temos uma contradição: quanto melhor o resultado e as projeções do futuro de uma empresa, menor é a correlação entre o seu preço cotado na bolsa e o seu patrimônio líquido. Quanto maior o prêmio pago acima do patrimônio líquido, menos

precisa ser a base para se determinar seu valor intrínseco, o que sugere que este valor ficará mais dependente do humor e da percepção da empresa pelo mercado.

Este é o paradoxo final: quanto mais sucesso a empresa obtém, maiores serão as flutuações do preço de seus papéis, isto é, quanto maior a qualidade de um papel, mais especulativo ele tenderá a ser com relação a comparações com papéis de menor qualidade.

A conclusão de grande importância para o investidor conservador é a de que ele deve concentrar-se em empresas vendidas a um valor próximo de seus ativos tangíveis líquidos (ativos tangíveis menos as dívidas).

Neste ponto ressaltamos que Warren Buffet, discípulo e seguidor de Benjamin Graham, aprendeu com este a “preferir negócios tangíveis, cujo valor não dependa em grande parte de goodwill econômico”, entenda-se como tal a diferença entre o valor tangível e o valor intrínseco de uma empresa. Quando uma empresa é comprada por mais que seu valor contábil esta diferença aparece nos livros como goodwill.

Mas em determinado momento Buffet passou a preferir empresas que possuíssem grandes quantidades de goodwills duradouros e que utilizam um mínimo de ativos tangíveis. Buffet compreendeu que a sabedoria tradicional “longa em tradição, curta em sabedoria” o levava a acreditar, erroneamente, que se está mais bem protegido contra a inflação investindo em empresas “carregadas de recursos naturais, fábricas, máquinas ou outros bens tangíveis”.

Ao contrário, as empresas fortes em bens tangíveis tendem a oferecer baixos índices de retorno, os quais, em tempos de inflação, muitas vezes só servem para satisfazer a necessidade de recursos para a empresa enfrentar os preços ascendentes.

Em consequência nada “sobra para crescimento real para distribuição aos acionistas ou para aquisição de outras empresas”.

Em contraste, muitas empresas proprietárias de bens intangíveis de valor duradouro, que pouco exigem dos bens tangíveis, desfrutam lucros que crescem durante a inflação e permitem aquisições com facilidade<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Entenda e ponha em prática as idéias de Warren Buffet p.58, 59 e 60.

Graham conclui o capítulo oito do Livro *The Intelligent Investor* citando a diferença entre o investidor e o especulador. “O objetivo principal do especulador é antecipar e lucrar em cima das flutuações do Mercado. O objetivo principal do investidor consiste em comprar e manter empresas adequadas a preços adequados”.

Quem compra para investir dificilmente será forçado a vender suas ações e ainda tem o livre arbítrio para não se ater à cotação que o mercado oferece. Graham nos ensina que um sujeito notavelmente acomodado chamado “Sr. Mercado” aparece diariamente e estabelece o preço pelo qual ele vai comprar sua participação em uma empresa ou vender a dele para você. Ele tem problemas emocionais incuráveis, que levam os preços que ele nomeia a flutuarem loucamente. Mas deve-se observar que o mercado está lá unicamente para servi-lo e não para guiá-lo.

As flutuações de preços só têm um significado para o verdadeiro investidor: a oportunidade para comprar quando os preços caírem muito e vender quando eles subirem muito.

## 5. MÉTODO PARA OBTER DEPOIMENTOS

Foram obtidos seis depoimentos espontâneos no mês de Outubro de 2007 de clientes investidores (freqüentadores da Corretora onde a aluna atua) no mercado de ações e que foram escolhidos aleatoriamente.

Aplicando o artigo *“The framing of decisions and the psychology of choice”* por Daniel Kahnemann e Amos Tversky (1981) e Teoria das Perspectivas (Kahneman e Tversky, 1979 e Tversky e Kahneman, 1981) e principalmente o capítulo oito do livro O Investidor Inteligente de Benjamin Graham foi possível realizar análises comparativas com a forma com que estes investidores operam no mercado de ações, ou seja, o comportamento de cada um.

## 6. DEPOIMENTOS

1) João Carlos (49 anos) é contador e economiário. Opera no mercado de ações há 25 anos. Relatou o mesmo:

Se não tem capital suficiente para uma diversificação mínima, digamos de uma meia dúzia de empresas, a aplicação em fundos de ações é uma boa opção para o aprendiz. Foi assim que comecei há 25 anos. Uma parte importante do aprendizado é depreender que tudo é relativo. O que pode ser caro para uns pode ser barato para outros. Todos os investidores são especuladores. Todos nós especulamos tentando comprar uma ação por preço bem inferior ao que pretendemos vender num determinado espaço de tempo. Pela minha formação em contabilidade e pela estratégia de longo prazo, tenho apreço maior pela análise fundamentalista, mas não desprezo o valor da análise técnica. Minha estratégia pessoal, no entanto, não é só baseada no estudo destas duas visões, mas sim para onde vai a economia e qual atividade se sairá melhor naquele momento econômico. Em inglês, este método de análise de ações chama-se *top down*. Definindo melhor: compro negócios. É claro que no mercado não há sempre quem ganhe, mas no longo prazo temos que ganhar bem mais do que perdemos, se não o melhor seria aplicar nosso suado "dinheirinho" no porto seguro das aplicações de renda fixa. Uma ressalva: há anos não tenho nenhum centavo aplicado em renda fixa. Todos os meus "caraminguás" estão aplicados em empresas que julgo sólidas e que tem futuro promissor. Voltando a frase de que tudo é relativo, também faço empréstimo bancário para aplicar, desde que o retorno da aplicação supere o juro que pago pelo empréstimo do dinheiro. As empresas agem dessa mesma forma. Meu portfólio tem algumas "*blue chips*", um pouco de ações de segunda linha e outras de terceira linha (isto é o que o mercado acha, pois elas são verdadeiras pedras preciosas ainda não lapidadas). Dentre estas, algumas me dão um bom dividendo, o qual embolso uma parte pra completar meu salário que é baixo e o resto reaplico no mercado. Predicados que julgo necessários para alguém se dar bem no mercado entre outros: autoconfiança, vontade estudar, sangue frio (tanto na baixa quanto na alta), intuição, humildade para aprender quando ganha e quando perde, aprender com os erros próprios (e dos outros também), visão de longo prazo, perseverança e, principalmente, comprar negócios (João Carlos, 49 anos, Contador).

2) Ricardo (25 anos) é administrador. Opera no mercado de ações há 15 dias.

O mesmo relatou:

eu comecei a operar faz só duas semanas e minha idéia inicial era aprender. Eu até quero mais adiante trabalhar com opções, daqui um ano talvez, mas como estou fazendo um curso queria aprender e estava lendo bastantes coisas. Comecei tirando idéias da Revista Exame, onde saíram as melhores

empresas para investir e comprei algumas que estavam lá. Analisei estas empresas sem ver os gráficos. No início foi assim. Montei uma carteira que eu tinha na minha cabeça e gastei todo o dinheiro nesta carteira. Só que não tive paciência e eu queria ganhar mais, queria mexer. Comprar uma carteira e deixar um prazo determinado de uma, duas ou três semanas para mim não faria grandes coisas por mais que eu acompanhasse. Então, eu comecei a operar mais freqüentemente. Comecei a vender /comprar, vender/comprar e algumas por indicação também. Tenho um amigo, Corretor da YYY Corretora, e ele me deu uma indicação também, e algumas empresas foram da minha cabeça mesmo. Fui olhando o gráfico e comecei a comprar /vender e a fazer operação de *daytrade* também. Só que não foi uma coisa muito... Eu até ganhei dinheiro, mas tu ganha um dia e perde dois. Estou no prejuízo por enquanto. Não é tão grande, mas estou no prejuízo. Eu agora estou olhando os gráficos, principalmente, a análise de investimentos feita pela “Lopes Filho”, que nós temos no *site*. Eu tenho uma idéia na cabeça. Converso com meus colegas, tipo a “Duratex” agora que pretendo comprar. Vou tendo idéias, converso com meus colegas e vou analisando todos os gráficos, mas sou bem amador. Eu comprei “Pão de Açúcar” por indicação, olhei e achei que era bom. Nossa! Só ontem ( 25/10/07) caiu 3 %! Quase tive um troço! Vou segurar agora e não vou realizar. Depois de um prejuízo grande assim, acho que vai ter que dar uma subida. A gente sempre tem esperança que vai subir, mas tem *stop* e mais R\$1,00 que baixe eu vendo isso aí e deu.

3) Maria (56 anos) é enfermeira aposentada e opera no mercado de ações há 7 anos. Ela relatou:

Iniciei no ano de 2000 na Corretora. Tenho 56 anos. Iniciei com valor, comprando ações da “Petrobrás” e, no final de dois anos, já tinha duplicado o valor investido. Depois, resolvi fazer uma diversificação dos papéis, sempre comprando ações de primeira linha (Vale do Rio Doce, Bradesco, Itaú) e mantendo em carteira a “Petrobrás”. Tenho alguma estratégia para fazer as negociações. Procuro ver e estudar sempre alguns gráficos e procuro dar uma olhada nos papéis que vão desdobrar, dar bonificação comprando um pouco antes e deixando o papel ter um crescimento natural. Sempre trocando a cada seis meses ou três meses, dependendo do crescimento que o papel teve. Procuro fazer realizações de lucros para que não fique sempre reunido num papel. Faço rodízio e procuro fazer uma retirada dos valores e deixar na conta corrente para que as próximas realizações possa comprar novos papéis. Nesses anos, de 2000 até agora 2007, consegui ter um capital razoável e foi um bom investimento. Sempre procurei ter noção de que o papel sobe e desce e que o mercado sempre tem que estar atento a tudo o que acontece para que não haja uma desvalorização com determinado papel e que a gente não aproveite para fazer novas compras. Sempre que possível, que entra algum papel novo, eu dou uma olhada. Faço questão de deixar em aberto. Sempre acompanho dois ou três meses, e vejo a possibilidade de investir ou não. Geralmente, existe alguns lançamentos de papéis, por exemplo, algumas *holding*’s, que são boas, mas nem sempre atingem o rendimento esperado.



4) Almir (68 anos) é odontólogo e servidor público estadual aposentado, opera no mercado de ações há 30 anos. Salientou:

opero no mercado aproximadamente 30 anos. com expediente diário, pela manhã e à tarde, em dois turnos e isso aí embasa algum dado, material que possibilita fazer ou não fazer alguma coisa. Esta atuação é muito limitada, porque durante todo este período o número de ordens efetivamente dadas, se for computado ao longo de todo o tempo, é pouco. Muito pouco, já pela dificuldade de acesso a dados, pela disponibilidade dos recursos e também pelas incertezas do mercado no dia-a-dia. Então, não é fácil se ter uma idéia e um palpite que possibilitem fazer muitos negócios num espaço de tempo razoável. Então, fica relativamente limitado e o mercado é difícil. Para acertar é coisa de relativa raridade. É muito mais fácil errar do que acertar. Então, ao longo do tempo, a gente vai pegando algum jeito em função do que lê, do que ouve, do que discute, do que vive no dia-a-dia e, se tem possibilidade de fazer alguma coisa. Eu sempre fui muito limitado as negociações, mas ultimamente a questão de uns quatro ou cinco anos eu tenho operado mais. Aquela periodicidade que antes era bem mais limitada, hoje, embora ainda fraca, há um número maior de intervenções no mercado, comprando ou vendendo. Agora, os resultados são relativos, né! Pode-se até imaginar que tenha havido algum sucesso ultimamente, mas mais em função da melhoria do mercado a níveis praticamente mundiais onde tudo teve um desempenho, um desenvolvimento melhor e aliado a sorte de ter papéis bons na hora certa pode-se inferir que tenha havido uma relativa melhora na gestão e no resultado desses negócios, desses papéis. Pode-se inferir que ultimamente não há do que se queixar. Foi uma relativa melhora. Agora, para se ter idéia de que de fato tenha havido algum sucesso teria que ter um meio de comparar a aplicação que eventualmente tenha dado resultado com alguma outra, e esta outra não existiu. Nunca tive essa possibilidade de examinar o que se fez com a renda variável e com a renda fixa. Não tive a renda fixa, digamos no mesmo montante, na mesma proporção em que houve uma destinação de recursos para a renda variável. Para se ter idéia disso, teria que se ter as duas funcionando paralelamente e daí, então, deduzir qual a que foi melhor. Então, não há como quantificar isso, como medir isso. No mercado de opções é muito limitado. Faço só lançamento. Opção pura, raramente. O sucesso disso é muito relativo, relativíssimo. O lançamento também confere um pouco mais de sucesso, mas também não são essas coisas. Francamente, que não é, porque corre também uma dificuldade de, eventualmente, vender coberto e ter resultado, mas depois o papel sobe e aí para repor o papel aquele valor auferido, em determinados casos, não possibilita. Tem que se empatar mais alguma coisa para recomprar o papel. Então, tudo isso sempre tem que ser muito bem quantificado e o resultado é só depois de feito o negócio para se saber, de fato, se houve ou não vantagem. Basicamente isso.

5) Nara (38 anos) é contadora e bancária, opera no mercado de ações há 10 meses. Relatou:

eu opero há dez meses e já tive um lucro em torno de 20% do capital que eu investi. Já fiz dois cursos, um de ações e um de opções, que me ajudaram

bastante a ter um pouco mais de conhecimento. Opero mais com ações do que com opções, porque me dá mais segurança. Tenho sempre o objetivo de um ganho de 5% quando eu entro na compra de um papel. Tenho esse objetivo e até agora consegui. Alguns papéis demoraram um pouco mais para eu ter esse ganho. O meu objetivo atual é ganhar rapidamente no prazo de uma semana ou quinze dias, no máximo. Então, especulo. Tento especular na hora da compra. O meu objetivo atual não é de investimento de longo prazo. Acho que é ótimo quem tem condições de investir, mas eu uso esses investimentos como uma renda extra, uma renda mensal extra. Esse é o meu perfil atual. Futuramente, pretendo ser uma investidora de longo prazo, mas eu acho que no curto prazo a gente consegue ter um ganho muito bom. Eu uso uma análise gráfica, feita por um professor, que é o Humberto Campos, sendo que fiz um curso com ele, e, ele tem uma técnica muito interessante de usar alguns gráficos. Faço uso desta ferramenta para decidir o papel que vou comprar ou vou vender e tem me ajudado muito na hora de decidir a compra do papel. É o que eu mais levo em conta, e não as notícias ou a análise fundamentalista. Eu uso a análise gráfica normal. É um curso básico que ele dá, muito rápido e que desmistifica até o mercado financeiro.

6) Rinaldo (51 anos) é administrador ,profissional liberal, opera no mercado de ações há 3 anos. Disse:

sempre apliquei no mercado financeiro, mas diretamente na Bolsa foi a partir de 2004. Nesse período, antes de aplicar na Bolsa, fiz um curso básico de mercado de capitais para conhecer a BOVESPA, a CVM, CBLC e todos os órgãos que estão envolvidos com a Bolsa. Então, este curso foi fundamental pra mim. Aprendi bem o que é mercado à vista, derivativos (opções e termo) e, acima de tudo, eu pesquisei muitas Corretoras. Além da Corretora de Valores do BANRISUL, eu trabalho com outras corretoras e tenho pessoas lá, fiz amizades com estas pessoas. Tenho uma carteirinha em cada uma destas. Eles me passam sempre informações. Muitas até privilegiadas, como dados via *Internet*, relatórios que me mandam pelo correio e, baseado nisso, eu tomo minhas decisões de investimentos, de estratégias de investimentos. Então, a questão fundamentalista é principal para mim, mas eu não desprezo os gráficos. Sempre que posso, dou uma olhada no gráfico e associo à fundamentalista. Então, eu faço sempre uma análise econômica (macroeconômica e microeconômica) nacional e internacional e, também, o comportamento das empresas, a rentabilidade, o estudo das empresas e o potencial que elas tem de crescimento. Tudo isso baseado em informações que eu tenho com esses analistas, destas Corretoras, na qual eu tenho as minhas Carteiras. Informação é tudo! Suporte operacional é tudo! É assim que eu opero. A minha rentabilidade desde que eu comecei diretamente na Bolsa em alguns papéis já consegui mais de 100%, outros 50%, outros 40 %. Claro, como qualquer investidor, sempre tive alguns prejuízos, mas, praticamente, todos foram recuperados com as oscilações com as ações no mercado, nesse sobe e desce. Como eu tenho uma visão mais de médio e longo prazo não sei desprezar as oportunidades pontuais de queda das ações e pra ter uma rentabilidade mais imediata. Então, é desta forma que eu opero. Considero que informação é tudo. Tem que estar sempre bem informado. Ler jornais, ler revistas, pela imprensa, Internet e acompanhar o pregão de perto pra mim é fundamental. Sempre que possível tem que ir numa Corretora. Fazer disso

quase uma profissão e, desta forma, teus resultados vão ser sempre superiores à média, por exemplo, do investimento de uma pessoa que fica só operando com a renda fixa ou o multimercado aqui no Banco. Teu rendimento sobe muito mais.

## 7 ANÁLISES REFERENTES ÀS DECISÕES TOMADAS PELOS INVESTIDORES SEGUNDO OS REFERENCIAIS TEÓRICOS

a) Análise do relato de João Carlos (49 anos): o investidor João Carlos cita que “ todos os investidores são especuladores”, porém segundo Benjamin Graham há uma divisão clara entre Investidor e Especulador, onde Investidor é aquele que faz um investimento analítico que visa segurança do capital principal e recebimento de rendimentos satisfatórios, não havendo nenhum desses aspectos na análise em termos de segurança do principal e rendimentos será considerado Especulador, contudo João Carlos relata também: “meu portfólio tem algumas *blue chips*, um pouco de ações de segunda linha e outras de terceira linha (isto é o que o mercado acha, pois elas são verdadeiras pedras preciosas ainda não lapidadas). Dentre estas, algumas me dão um bom dividendo, o qual embolso uma parte pra completar meu salário que é baixo e o resto reaplico no mercado“. Para Graham, um ponto positivo é que pelo fato de investir no longo prazo acaba recebendo dividendos, sendo este um benefício. De forma bem genérica, Graham cita que as ações de empresas de segunda linha tendem a ter uma flutuação maior que as grandes companhias, porém não se pode atribuir um desempenho pior no longo prazo para estas pequenas companhias bem estabelecidas e para o aplicador João Carlos as ações de segunda e terceira linha “são verdadeiras pedras preciosas ainda não lapidadas” o que confere outra identificação.

Onde João Carlos tem similaridade com o pensamento de Graham é na análise de longo prazo e o “apreço” maior pela análise fundamentalista.

Outro ponto de convergência de idéias é que o investidor João Carlos considera-se o dono de uma pequena parte de vários negócios e não somente proprietário de ações, e Benjamin Graham acredita que investidor é, na verdade, o dono de uma pequena parte de vários negócios e seus resultados são dependentes dos lucros da empresa ou da mudança no valor de seus ativos.

Com relação a Renda Fixa há divergência, pois João Carlos não aplica em Renda Fixa, enquanto que Graham sugere uma alocação defensiva de 50% em ações e 50% em Renda Fixa em todas as ocasiões.

b) Análise do relato de Ricardo (25 anos): quando o investidor Ricardo comenta “eu comprei Pão de Açúcar por indicação. Olhei e achei que era bom. Nossa! Só ontem (25/10/07) caiu 3 %! Quase tive um troço! Vou segurar agora e não vou realizar. Depois de um prejuízo grande assim, acho que vai ter que dar uma subida. A gente sempre tem esperança que vai subir”. Segundo a Teoria da Perspectivas dos psicólogos israelenses Kanehman e Twersky (1981), a apresentação do problema é regulada por um dos princípios onde os resultados da decisão são avaliados como ganhos ou perdas, levando em consideração um ponto de referência que o tomador de decisão escolhe no momento da decisão. Esse ponto de referência pode ser definido como o *status quo*, os níveis de aspiração e expectativas também poderão ser manipulados dependendo da forma como o problema é apresentado ao tomador de decisão.

Porém, Ricardo completou a frase dizendo “mas tem *stop* e mais R\$1,00 que baixe eu vendo isso aí e deu”, contrariando o pensamento dos psicólogos israelenses Kanehman e Twersky (1981), que citam que aversão a perda pode levar os investidores a realizar o ganho prematuramente, aumentando sua exposição ao risco, tentando recuperar as perdas e, neste caso, “o sofrimento relacionado com a perda é maior do que o prazer relacionado a um ganho do mesmo valor” é evidenciado nesta situação.

“A maneira como a situação é apresentada, considerando ganhos ou perdas, influencia a preferência daquele que decide” e é considerado um erro de preferência para Kahneman e Tversky (TVERSKY, Amos and KAHNEMAN, Daniel, Science 30 January 1981/ Artigo “The framing of decisions and the psychology of choice”), ficando claro que a decisão de Ricardo nesta situação envolve mais a questão psicológica do que estratégica e é o que estuda as finanças comportamentais.

Confrontando as atitudes de Ricardo e o pensamento de Benjamin Graham, verificamos que não se enquadra em nenhuma das duas possibilidades para se

tentar o lucro (*timing* e *pricing*), nem na visão de longo prazo (sendo que se entende por “*timing*” como a capacidade de antecipar a tendência de preços do mercado, comprando ou deixando de vender quando o mercado estiver com tendência de alta, e vendendo, ou pelo menos, deixando de comprar quando o mercado estiver com tendência de baixa. Já o “*pricing*” é a maneira de comprar um papel quando ele estiver abaixo do seu “preço justo” e vender quando ele estiver acima). Para Ricardo, esta estratégia ainda não existe, pois está especulando.

Outro ponto que diverge de Benjamin Graham, capítulo 8 do livro O Investidor Inteligente, é que diariamente são publicadas inúmeras previsões, as quais não se deve levar muito a sério, pois o investidor acabará achando que as opiniões dos consultores e das corretoras são mais confiáveis que as suas. E, para o aplicador Ricardo, neste momento, estas informações são muito importantes.

Quando o aplicador Ricardo relata “comecei a vender /comprar, vender/comprar e algumas por indicação também. Tenho um amigo, Corretor da YYY Corretora, e ele me deu uma indicação também” pode-se dizer que para Graham qualquer tentativa de se ganhar dinheiro no mercado com uma “fórmula mágica”, que possa ser descrita e seguida por um monte de gente, acaba dando errado.

Graham em si era uma máquina de citações e segue mais uma que se encaixa no perfil do aplicador Ricardo:

a cada nova onda de otimismo ou pessimismo, nós estamos prontos para abandonar princípios testados historicamente e que resistiram ao tempo para mergulharmos fundo, e sem questionamentos, naquelas atitudes que irão justamente mais nos prejudicar. **(GRAHAM,)**

c) Análise do relato de Maria (56 anos): a investidora Maria, embora procurando ações de mais valia como “Vale do Rio Doce”, “Banco Itaú”, “PETROBRÁS” e “BRADESCO”, segundo Benjamin Graham, o tempo de permanência das ações em carteira é exíguo, pois há uma troca no período máximo de seis meses e ele sugere que o investidor deve se preparar para, conscientemente, lucrar com as variações de nível do mercado, tanto pela valorização de seus papéis com o

transcorrer do tempo, como pela aquisição e venda a preços vantajosos, porém observando que seja no longo prazo.

Graham sugere que o investidor adote um método mecânico para variar a proporção de títulos e ações na carteira. Isto dará alguma coisa para ele fazer nos momentos de apreensão. Se o mercado estiver subindo, ele irá de tempos em tempos vendendo ações e investindo em renda fixa. Quando o mercado estiver caindo, é só fazer o contrário, resgatando renda fixa e ir comprando ações. E o que a aplicadora Maria relata “Faço rodízio e procuro fazer uma retirada dos valores e deixar na conta corrente para que nas próximas realizações se consiga comprar novos papéis” está próximo deste pensamento, exceto a inexistência de aplicação em renda fixa, que no Brasil, em função dos impostos altos, não compensa aplicar no curto prazo.

Ter preocupação com o mercado é inevitável, mas não a ponto de se tomar atitudes especulativas que possam vir a ocasionar perdas ao investidor. Quando Maria escolhe papéis de primeira linha (“sempre comprando ações de primeira linha (Vale do Rio Doce, Bradesco, Itaú) e mantendo em carteira a “Petrobrás””) está se posicionando como investidora inteligente e defensiva, segundo Graham.

A investidora procura o “*timing*”, ou seja, o momento certo da compra e da venda, procurando fazer “realização de lucros”. Graham destaca a flutuação como guia para decisão de investimentos, onde o investidor inteligente deve estar sempre atento às flutuações do mercado a fim de lucrar com elas.

Ao relatar “procuro ver e estudar sempre alguns gráficos e procuro dar uma olhada nos papéis que vão desdobrar, dar bonificação comprando um pouco antes e deixando o papel ter um crescimento natural”, Maria demonstra atenção e que não segue nenhuma fórmula mágica, a qual é desprezada por Benjamin Graham.

No pensamento de Graham, as flutuações de preços só têm um significado para o verdadeiro investidor: a oportunidade para comprar quando os preços caírem muito e vender quando eles subirem muito. Esta estratégia está bem clara para a investidora Maria.

d) Análise do relato de Almir (68 anos): finanças Comportamentais é comumente definido como a aplicação da psicologia a finanças na tentativa de explicar as decisões financeiras dos indivíduos. Kahnemann e Tversky desenvolveram modelos econômicos que levam em consideração o fato de que o homem não é totalmente racional. No caso do investidor Almir, quando menciona em vários momentos a relatividade das situações e que “é muito mais fácil errar do que acertar” fica claro o erro de preferência citado na Teoria das Perspectivas, onde as pessoas supervalorizam as baixas probabilidades e subvalorizam as altas.

Graham coloca que para ser um “Investidor Inteligente”, ter preocupação com o mercado é inevitável, mas não a ponto de se tomar atitudes especulativas que possam vir a ocasionar perdas ao investidor e Almir tem esta consciência, além de que está sempre atento às possibilidades de lucrar com as oscilações das ações, sendo que a flutuação dos papéis no mercado é inerente ao negócio.

Almir relata: “pode-se até imaginar que tenha havido algum sucesso ultimamente, mas mais em função da melhoria do mercado a níveis praticamente mundiais onde tudo teve um desempenho, um desenvolvimento melhor e aliado a sorte de ter papéis bons na hora certa se pode inferir que tenha havido uma relativa melhora na gestão e no resultado desses negócios, desses papéis.”

Na verdade, qualquer tentativa de se ganhar dinheiro no mercado com uma “fórmula mágica”, que possa ser descrita e seguida por um monte de gente, acaba dando errado (Graham), e para Almir, ele obteve “algum sucesso” em função da melhoria do mercado a nível mundial aliado a sua sorte aplicando no longo prazo e, isto confirma o pensamento de Graham, onde o objetivo principal do investidor consiste em comprar e manter empresas adequadas a preços adequados e quem compra para investir dificilmente será forçado a vender suas ações e ainda tem o livre arbítrio para não se ater à cotação que o mercado oferece.



Tversky (1990), afirma que “a principal força propulsora é a aversão a perda. Não se trata tanto de que as pessoas odeiam a incerteza, mas, pelo contrário, de que odeiam perder”<sup>11</sup>, e Almir expressa este pensamento.

Quando Almir relata “agora, para se ter idéia de que de fato tenha havido algum sucesso teria que ter um meio de comparar a aplicação que eventualmente tenha dado resultado com alguma outra, e esta outra não existiu. Nunca tive essa possibilidade de examinar o que se fez com a renda variável e com a renda fixa. Não tive a renda fixa, digamos no mesmo montante, na mesma proporção em que houve uma destinação de recursos para a renda variável”, ele está contrariando Graham, que sugere ao investidor defensivo aplicar 50% em ações e 50% em renda fixa.

e) Análise do relato de Nara (38 anos): quando a investidora Nara afirma que “especula”, para Benjamin Graham, “especulação” é a ausência de análise criteriosa do investimento. Para Graham, o “*timing*”, que é a capacidade de antecipar a tendência de preços no mercado, comprando (ou pelo menos deixando de vender) quando o mercado estiver com uma tendência de alta, e vendendo (ou pelo menos deixando de comprar) quando o mercado estiver com uma tendência de baixa, para o especulador que quer ganhar no curtíssimo prazo, é de suma importância, pois ele não quer esperar um longo tempo para a sua ação subir, ao contrário do investidor para o qual esta espera é tolerável.

O “*timing*”, para o especulador, tem grande importância psicológica, pois ele quer auferir ganhos de forma rápida e é o pensamento de Nara atualmente.

É inconcebível, para ela, esperar um ano para que o seu papel suba, porém para um investidor este tempo de espera não traz conseqüências maiores.

“Futuramente, pretendo ser uma investidora de longo prazo”: relato de Nara, uma idéia que fecha com o pensamento de Benjamin Graham, onde “Investimento” é aquele feito através de análise, e deve prometer segurança do principal e rendimento satisfatório.

Ela cita: “eu uso uma análise gráfica. Faço uso desta ferramenta para decidir o papel que vou comprar ou vou vender e tem me ajudado muito na hora de

---

<sup>11</sup> (1990 p 75 Apud Bernstein, Peter L. Desafio aos Deuses p. 273)

decidir a compra do papel. É o que eu mais levo em conta, e não as notícias ou a análise fundamentalista. Eu uso a análise gráfica normal”. Contrariando, assim, Benjamin Graham (considerado pai da análise fundamentalista). Para ele, o objetivo principal do investidor consiste em comprar e manter empresas adequadas a preços adequados. E quem compra para investir, dificilmente, será forçado a vender suas ações e ainda tem o livre arbítrio para não se ater à cotação que o mercado oferece. Graham nos ensina que um sujeito notavelmente acomodado, chamado “Sr. Mercado”, aparece diariamente e estabelece o preço pelo qual ele vai comprar sua participação em uma empresa ou vender a dele para você. Ele tem problemas emocionais incuráveis, que levam os preços que ele nomeia a flutuarem loucamente. Mas, deve-se observar que o mercado está lá, unicamente, para servi-lo e não para guiá-lo.

f) Análise do relato de Rinaldo (51 anos): Rinaldo opera baseado em informações obtidas em várias corretoras que trabalha. Relata ele: “além da Corretora de Valores do BANRISUL, eu trabalho com outras corretoras e tenho pessoas lá, fiz amizades com estas pessoas. Tenho uma carteirinha em cada uma destas. Eles me passam sempre informações. Muitas até privilegiadas, como dados via *Internet*, relatórios que me mandam pelo correio e, baseado nisso, eu tomo minhas decisões de investimentos, de estratégias de investimentos”. Para Benjamin Graham, quanto mais afastado estiver do mercado, menos sujeito a previsões ele estará. Graham ainda afirma que as opiniões dos consultores e corretoras não devem ser mais confiáveis do que o estudo do investidor. Graham ressalta que é absurdo pensar que todos os investidores ganharão seguindo previsões destes profissionais. Quem comprará ações se, num determinado momento, for anunciado que as mesmas deverão ser vendidas para realizar o lucro? Não existe base provando que algum investidor comum possa antecipar os movimentos do mercado melhor que o mercado como um todo.

Graham ainda ressalta que qualquer tentativa de se ganhar dinheiro no mercado com uma “fórmula mágica”, que possa ser descrita e seguida por um monte de gente, acaba dando errado.

Rinaldo relata: "então, a questão fundamentalista é principal para mim, mas eu não desprezo os gráficos. Sempre que posso, dou uma olhada no gráfico e associo à fundamentalista". Graham, no Livro Investidor Inteligente, cita que o investidor é, na verdade, o dono de uma pequena parte de vários negócios. Seus resultados são dependentes dos lucros da empresa ou da mudança no valor de seus ativos. Ele é um mercador que pode vender suas ações a qualquer momento a preços que variam segundo o mercado e que nem sempre convergem com o valor apresentado no balanço.

Rinaldo tem pontos de convergência com Graham quando relata "como eu tenho uma visão mais de médio e longo prazo não sei desprezar as oportunidades pontuais de queda das ações e pra ter uma rentabilidade mais imediata. Então, é desta forma que eu opero". O Investidor Inteligente, mencionado no capítulo oito do livro, deve se preparar para, conscientemente, lucrar com as variações de nível do mercado, tanto pela valorização de seus papéis com o transcorrer do tempo, como pela aquisição e venda a preços vantajosos.

A citação de Graham "a taxa de retorno auferida está muito mais relacionada com o montante de esforço inteligente que o investidor esteja apto ou disposto a empreender em sua tarefa" pode ser relacionada com a atitude de Rinaldo, no dia-a-dia, quando o mesmo expressa que "fazer disso quase uma profissão e, desta forma, teus resultados vão ser sempre superiores à média, por exemplo, do investimento de uma pessoa que fica só operando com a renda fixa ou o multimercado aqui no Banco".

## CONCLUSÃO

A pesquisa foi feita com seis clientes sem a preocupação de haver uma amostra representativa do universo de investidores, traduzindo apenas uma seleção aleatória de comportamentos distintos entre si e sem a intenção de que estes casos espelhem a totalidade dos investidores.

Existem várias explicações para as divergências de conclusões dos investidores. A subjetividade de entendimento para cada item é sem dúvida uma delas, principalmente pelo fato de que cada pessoa possui grau de entendimento diferenciado dos demais, conceitos pré-concebidos, conhecimentos através de experiências passadas, dentre outras infinidades de possibilidades que poderíamos aqui citar.

Os investidores utilizam regras empíricas para tomada de decisões fundamentadas nos conceitos ou pré-conceitos de um determinado assunto, podendo criar um viés na decisão e até mesmo uma tendência na resolução dos problemas; e este assunto ainda é pouco abordado no Brasil.

Os principais modelos comportamentais são na esfera estatística, tentando prever o futuro com base no passado. Na maioria dos casos essas ferramentas são alicerçadas com dados históricos representativos e com baixa volatilidade, permitindo estabilidade no desempenho desses métodos.

Como é muito difícil e doloroso assumir que errou, o aplicador, na grande maioria, evita ao máximo "realizar seu prejuízo", ou seja, vender seus papéis por preço inferior ao de compra, mesmo que, necessitando de dinheiro, e que esteja convencido de que as chances de recuperação de sua carteira são remotas. Esta aversão ao risco está relacionada à ojeriza pela perda e isto é a base dos modelos dos psicólogos Kahneman e Tversky.

Quando João Carlos diz que "todos os investidores são especuladores" e também "predicados que julgo necessários para alguém se dar bem no mercado entre outros: autoconfiança, vontade de estudar, sangue frio (tanto na baixa quanto na alta), intuição, humildade para aprender quando ganha e quando perde, aprender com os

erros próprios (e dos outros também), visão de longo prazo, perseverança e, principalmente, comprar negócios”.

Apesar de caracterizar todos como “Especuladores”, fica claro a identificação dele, ora como investidor atrelado as principais idéias de Benjamin Graham e aos predicados que julga necessário e, ora como especulador quando procura alavancar seus investimentos com empréstimo bancário sempre visando um retorno maior do que o custo da tomada do dinheiro.

Além das recomendações citadas pelo investidor João Carlos, complemento com a Teoria de Markowitz, considerado por muitos como o marco inicial da Moderna Teoria de Finanças, onde o primeiro passo para quem quer começar no mercado acionário e não tem capital, é poupar até poder comprar um número razoável de ações de empresas de vários setores da economia, diversificando o portfólio, visando alcançar maior retorno com menor risco.

Graham cita que não existe qualquer base, tanto de natureza lógica como pelas nossas experiências anteriores que nos permitam concluir que o investidor mediano possa antecipar os movimentos da bolsa melhor do que o público em geral, do qual ele faz parte.

Existem pessoas, como o cliente Ricardo, que relatou “eu comprei Pão de Açúcar por indicação, olhei e achei que era bom. Nossa! Só ontem (25/10/07) caiu 3 %! Quase tive um troço! Vou segurar agora e não vou realizar. Depois de um prejuízo grande assim, acho que vai ter que dar uma subida. A gente sempre tem esperança que vai subir, mas tem *stop* e mais R\$1,00 que baixe eu vendo isso aí e deu.” Segundo a Teoria do Prospecto de Kahneman e Tvesky (1981), a maneira como um problema é apresentado pode alterar a decisão do investidor (Framing) e a aversão a perda pode levar os investidores a aumentar sua exposição ao risco, sendo que o descontentamento associado a perda de uma quantia em dinheiro é maior do que o prazer relacionado a um ganho do mesmo valor e identifica inicialmente a atitude deste aplicador.

Este aplicador pode ser classificado como especulador, e opera há muito pouco tempo na bolsa de valores, procurando usar seus próprios modelos mentais além de querer realizar lucros no curtíssimo prazo. Isso não quer dizer que permanecerá

sempre como especulador, visto que, além de estar estudando e se aperfeiçoando, a própria experiência poderá redefinir suas estratégias de atuação no mercado.

No caso da investidora Maria, ao dizer “sempre procurei ter noção de que o papel sobe e desce e que o mercado sempre tem que estar atento a tudo o que acontece para que não haja uma desvalorização com determinado papel e que a gente não aproveite para fazer novas compras”, fica evidenciado que sua estratégia tem identificação como o pensamento de Benjamin Graham, pois investimento para ele é aquele feito através de análise, e deve prometer segurança do principal e rendimento satisfatório. A investidora Maria, apesar de não operar no longo prazo, tem estratégias estruturadas e claras e, principalmente, procura segui-las, como fica evidenciado no relato “procuro ver e estudar sempre alguns gráficos e procuro dar uma olhada nos papéis que vão desdobrar, dar bonificação comprando um pouco antes e deixando o papel ter um crescimento natural”.

Quando o investidor Almir relata “nunca tive essa possibilidade de examinar o que se fez com a renda variável e com a renda fixa. Não tive a renda fixa, digamos no mesmo montante, na mesma proporção em que houve uma destinação de recursos para a renda variável. Para se ter idéia disso, teria que se ter as duas funcionando paralelamente e daí, então, deduzir qual a que foi melhor. Então, não há como quantificar isso, como medir isso”, é difícil para ele comparar, porém, hoje, é possível obter todas as informações, como cotações históricas e taxas, via *Internet* e pode ser comprovado facilmente que, apesar do risco, a melhor aplicação foi em renda variável.

Logo abaixo segue um quadro comparativo de aplicação no valor de R\$ 10.000,00, nos últimos 10 anos entre Ibovespa, Poupança e CDI.

<b>Valor Aplicado</b>	<b>R\$ 10.000,00</b>	
<b>Período Aplicado</b>	<b>02/01/1998 a 03/12/2007</b>	
<b>Tipo de Aplicação</b>	<b>Valor de Resgate</b>	<b>Rentabilidade</b>
<b>Poupança</b>	<b>R\$ 25.031,63</b>	<b>250,31%</b>
<b>CDI</b>	<b>R\$ 57.302,15</b>	<b>573,02%</b>
<b>IBOVESPA</b>	<b>R\$ 61.776,70</b>	<b>617,77%</b>

Fonte: dados do autor

Pude verificar que, conforme o quadro acima, apesar do risco apresentado na renda variável a rentabilidade foi maior que as outras aplicações.

Ao relatar “acho que é ótimo quem tem condições de investir, mas eu uso esses investimentos como uma renda extra, uma renda mensal extra”, Nara deixa claro que utiliza a sua reserva financeira para tentar obter lucro, sem levar em consideração o risco envolvido e que segundo Graham é importante ter os olhos bem abertos para limitar as operações de risco e não contar com o dinheiro no curto prazo, pois se trata de mercado de risco.

Rinaldo, assim como o investidor Almir, diariamente, dedica-se integralmente ao mercado e agrega conhecimentos com isso. Contudo, é importante ter clareza da diferença entre especulador e investidor. Na concepção de Graham, o investidor inteligente pode obter bons ganhos usando o “pricing”; Já, colocando ênfase no “timing”, o investidor sofrerá o que se pode chamar de “miopia do investidor”, partindo para o campo da adivinhação do que irá acontecer no futuro e cairá inequivocamente no campo do especulador.

Para Rinaldo, o fato de receber informações privilegiadas, via *Internet* ou pelo correio, aliado a análise fundamentalista e gráfica, lhe dá mais segurança para decidir

onde investir e, para Benjamin Graham, a análise fundamentalista basta, pois não existe fórmula mágica e não se deve seguir previsões.

Além disso, ao dizer que opera com mais de uma corretora simultaneamente, o cliente tem um aumento nas despesas, como taxa de custódia e corretagem, também perde um tempo maior, o qual é precioso para quem opera no mercado de ações, uma vez que necessita se “logar” no “*Home Broker*” ou ligar para dar ordens de compra ou de venda.

Assim como Nara e Ricardo, existem muitos clientes que estão ingressando com investimentos na Bovespa com pequenas quantias com expectativa de ganho rápido, impulsionados pela mídia, e que muitas vezes não conseguem ter a percepção de ganho real por se tratar de baixos retornos que nem sempre são tão insignificantes, se o tratamento fosse dado em percentuais, no entanto, esta percepção se altera quando se trata de perdas.

Esta questão é abordada claramente pelos psicólogos Daniel Kahneman e Amos Tversky, onde a perda provoca um desconforto e desapontamento muito maior do que com o ganho.

Outro tipo de comportamento que tenho observado é à procura dos pequenos aplicadores, que muitas vezes são impulsionados pela busca rápida de lucros, a comprar ações de segunda linha e com baixo volume de operações e “micam” com essas ações em carteira por não conseguirem vender por falta liquidez. Sobre isso Graham poderia expressar que “a observação do mercado por muitos anos nos ensinou que a maior causa das perdas por parte dos investidores vem da compra de negócios de baixa qualidade, nas épocas em que as condições eram favoráveis a eles”<sup>12</sup>.

O atual crescimento de Oferta Pública Inicial (IPO) tem movimentado o mercado de forma agressiva, impulsionando o pequeno investidor na bolsa de valores e estes aumentos vêm ao encontro do comportamento de empresas de cenários econômicos estáveis de baixa inflação, como ocorre nos Estados Unidos. Contudo, no Brasil os pequenos investidores não estão acostumados com este mercado e isso causa maior volatilidade na bolsa.

---

<sup>12</sup> Graham, 2007.



Recentemente observou-se na bolsa brasileira a abertura de capital da Bovespa e da BM&F, o que demonstrou claramente o crescimento do número de investidores novos, inexperientes, os quais na grande maioria abriram cadastro junto a corretoras especificamente para participar destas ofertas.

Com a lucratividade de aproximadamente 52% no primeiro dia de negociação das ações da Bovespa, em 26 de outubro de 2007, muitos investidores realizaram o lucro, o que demonstrou a especulação. Este sintoma vem de encontro ao pensamento de Graham no livro “O Investidor Inteligente” e poderia ser classificado como especulador, além de não ser favorável à participação em IPO’s.

Após este IPO da Bovespa, houve a abertura de capital da BM&F, que impulsionou ainda mais os novos aplicadores. Verificou-se que grande parte desse público solicitou reservas para participação nessas ofertas públicas com valores que totalizavam suas economias, contrariando Graham que menciona que o investidor defensivo deve ter 50% em ações e 50% em renda fixa. Com a possibilidade de ganho rápido, tal qual foi com as ações da Bovespa, a grande procura das ações da BM&F acabou congestionando a bolsa de valores no primeiro dia de negociação (30/11/07) e limitando o número de ações por cliente no rateio, sendo inferior ao lote padrão e acima da cotação pré-estabelecida na oferta pública.

Com certeza, frustrou muitas pessoas, porque o lucro, apesar de ter sido muito bom (+- 26%) no primeiro dia de negociação, foi sobre um volume pequeno e sem representatividade. Esse fato impediu que a valorização da BM&F tivesse a mesma rentabilidade da Bovespa nos primeiros dias após o início de negociação.

Para Benjamin Graham, “o Investidor Inteligente” deve colocar os seus recursos em ações de primeira linha, no longo prazo, sem se preocupar com as oscilações do mercado, pois o investidor deve sempre lembrar que as cotações do mercado estão lá para sua conveniência tanto para ele tirar vantagem como para ignorá-las.

Acredito que, as idéias de Graham para investimento em bolsa de valores, aplica-se ao contexto brasileiro, porém o medo do arrependimento é o que está por trás do “comportamento de manada”, exibido, freqüentemente, pelo mercado onde há investidores que só compram “*blue-chips*” e nunca operam na contramão do mercado porque, se houver erro, o equívoco será de todo mundo.

No mercado acionário, o número de estratégias é igual ao número de investidores, pois cada um tem uma maneira pessoal de agir frente à variação no preço dos ativos. Sublinho a palavra preço, que distingo de valor, uma vez que preço está ligado a quanto o mercado está disponível a pagar num determinado momento e valor. É o que estimamos, através da análise de vários fatores, da real valia de um bem. Então, é difícil identificar estratégias específicas, porém tem como identificar os ditos “investidores” e “aplicadores” no mercado de ações de acordo com as suas atitudes frente ao mercado.

Benjamin Graham tinha a maior devoção pelos pequenos aplicadores e a sua visão fundamentalista rompeu barreiras no tempo. Suas idéias sobre como se tornar um “Investidor Inteligente” (1949) continuam nos dias de hoje apoiando as estratégias de investimentos.

Nos investimentos em títulos de renda variável, o investidor/especulador não tem como saber, previamente, qual será a rentabilidade da aplicação, porém, se a escolha for feita com critério, diante de opções bem avaliadas e com diversificação dos investimentos, a aplicação em renda variável poderá proporcionar ao investidor um retorno maior do que o obtido em aplicações de renda fixa (ver quadro acima). Porém, a possibilidade de perda decorre apenas da possibilidade de falência da empresa da qual se comprou ações e também da possibilidade de a rentabilidade vir a ser menor do que outras aplicações disponíveis no mesmo período do investimento.

A frase de Rockefeller dita após a grande depressão de 1929 “venda todas as ações quando até o engraxate indicar ações para comprar” ainda pode ser aplicada nos dias de hoje.

## RECOMENDAÇÕES

Diariamente, muitas pessoas, futuros investidores no mercado de capitais, perguntam como começar a investir no mercado de ações, quanto necessitam desembolsar e qual o tempo mínimo necessário para manter o investimento.

Cabe salientar que o mercado de renda variável compreende todas as operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas, bem como as operações com ouro, ativo financeiro, realizadas fora de bolsas, com a interveniência de instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (bancos, corretoras e distribuidoras), ressalvadas as operações de mútuo e de compra vinculada à revenda com ouro, ativo financeiro, e as operações de financiamento.

O Perfil do Investidor é a classificação dos tipos de investidores em função de seus objetivos de investimento, expectativas de retorno e nível de aversão ao risco. Os perfis mais divulgados, segundo a Bovespa, são:

- a) Conservador: característica do investidor ou do fundo de investimento que procura aplicações com menor risco e com retornos mais estáveis ao longo do tempo ou investimento que busca obter uma segurança alta no mercado com ativo de risco mais baixo.
- b) Moderado: característica do investidor ou do fundo de investimento que procura aplicações com risco moderado e com retornos relativamente estáveis ao longo do tempo além de buscar investimentos de segurança moderada no mercado e com ativos de risco médio.
- c) Agressivo: característica do investidor ou do fundo de investimento que procura aplicações com maior risco e com retornos mais elevados ao longo do tempo e ativos de risco mais alto.

É muito importante identificar qual o perfil do investidor antes de iniciar no mercado de capitais, pois irá clarear o propósito e o nível de risco que o futuro investidor está pretendendo correr.

Há diversas formas de investir em ações, e sugiro analisar qual dentre as três sugestões abaixo se enquadra no perfil do investidor:

a) Clube de Investimento: um grupo de pessoas físicas se reúne e procura uma corretora para constituir um Clube de Investimentos, sendo que juntos terão condições de comprar ou vender ações assim como fazem os grandes investidores. Nesse caso, existe um representante do clube, que fica em contato com a corretora para transmitir as decisões acordadas entre os participantes.

O número mínimo de participantes é três e o máximo de cento e cinquenta. Pode ser criado por um grupo de pessoas que têm objetivos em comum (aposentados, professores, médico, engenheiros, donas-de-casa, entre outros);

b) Fundos de Ações: são também chamados de fundos de renda variável aqueles que tem seu patrimônio em ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado. Alguns fundos deste tipo têm como objetivo de investimento acompanhar ou superar a variação de um índice do mercado acionário, tal como o IBOVESPA ou o IBX.

Define-se Fundo de Investimento como uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários, isto é, os recursos de todos os investidores de um fundo de investimento são usados para comprar bens (títulos) que são de todos os investidores, na proporção de seus investimentos.

Como seu principal fator de risco é a variação nos preços das ações que compõem sua carteira, pode ser compatíveis com objetivos de investimento de longo prazo e que suportem uma maior exposição a riscos em troca de uma expectativa de rentabilidade mais elevada. O crédito do resgate se dá quatro dias após a solicitação.

O investidor compra cotas de um fundo de ações, administrado por uma Corretora de Valores, um Banco ou um Gestor de Recursos independente, autorizado pela CVM.

Os Fundos de Ações funcionam da seguinte forma: você deposita o seu dinheiro em um fundo, fundo este que tem um gestor administrando a carteira de ativos. O gestor é um especialista preparado para procurar empresas boas, baratas e

bem geridas. A maioria dos fundos segue uma metodologia de investimento, por exemplo, existem fundos que investem apenas em empresas de um setor, como construção civil ou energia elétrica, existem fundos que investem apenas em empresas de menor tamanho ou expressão na bolsa (as *small caps*), fundos que compram apenas ações de uma mesma empresa (como fundos PETROBRÁS, Vale do Rio Doce, etc), ou que aplicam apenas em empresas socialmente responsáveis, uns concentram-se em poucas empresas, outros preferem diversificação. Existem também que investem em dólares e outras moedas (fundos cambiais) ou em renda fixa (fundos DI e renda fixa).

c) Individualmente: o investidor procura uma corretora e efetua o cadastro. Em seguida, escolhe as ações que deseja adquirir e transmite a ordem de compra diretamente para a corretora, via “*Home Broker*” ou por telefone com os operadores de mercado. Não existe um valor mínimo exigido para investir na Bolsa, pois varia em função do preço das ações que se deseja comprar.

Para escolher as ações, o investidor deve ponderar três critérios: liquidez (facilidade de vender a ação quando quiser resgatar), retorno (possibilidade de ganhos) e risco (possíveis perdas). A combinação desses três elementos, a critério do investidor, definirá em quais ações aplicar.

Antes de iniciar os investimentos, deverá ser feita algumas ponderações. Ganhos em curto prazo não deve ser a expectativa de quem decide investir em ações. É aconselhável que o investidor não dependa do recurso aplicado em ações para gastos imediatos e que tenha um horizonte de investimento de médio e longo prazo, quando eventuais desvalorizações das ações poderão ser revertidas.

Tolerância ao risco é fundamental quando se tomam decisões financeiras e conhecimento do funcionamento do mercado de renda variável é imprescindível, pois é a partir da educação financeira que o aplicador pode se tornar um investidor e de preferência um “Investidor Inteligente” segundo o pensamento de Benjamin Graham.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNSTEIN, Peter L. Desafio aos Deuses: a fascinante historia do risco. 5 ed, Rio de Janeiro EDITORA Campus, 1997.

BUFFETT, Warren. Os ensaios de Warren Buffett: lições para investidores e administradores. São Paulo: 2005, p. 259.

GRAHAM, Benjamin. O Investidor Inteligente- Guia pratico de como ganhar dinheiro na Bolsa -, capítulo 8, 1ª edição EDITORA nova fronteira, 2007.

HELLER, Robert. Entenda e Ponha em Prática as idéias de Warren Buffet. Edições Publifolha, 2000, p 58, 59 e 60.

KAHNEMAN, D.; Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-290, 1979.

SIMON, Herbert Alexander. Comportamento Administrativo. Fundação Getúlio Vargas: Rio de Janeiro, 1957

TVERSKY, Amos and KAHNEMAN, Daniel, Science 30 January 1981  
Artigo "The framing of decisions and the psychology of choice".

TVERSKY, Amos. Choices, Values and Frames. New York. Cambridge, 2003.

## SITES

<http://www.receita.fazenda.gov.br>

<http://www.bc.gov.br>

<http://www.cvm.com.br>

<http://www.bovespa.com.br>

[http// www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482004000200012&script=sci](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482004000200012&script=sci)

[http// pt.wikipedia.org/wiki/AmosTversky](http://pt.wikipedia.org/wiki/AmosTversky)

[http//pt.wikipedia.org/wiki/Finan%C3%A7as\\_comportamentais](http://pt.wikipedia.org/wiki/Finan%C3%A7as_comportamentais)

[http://www.thinkfnwiki.com/wiki/index.php?title=Benjamin\\_Graham](http://www.thinkfnwiki.com/wiki/index.php?title=Benjamin_Graham)

<http://www.behaviouralfinance.net>