

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Vanderlei Azevedo de Oliveira

**O COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR FRENTE À REDUÇÃO DA
RENTABILIDADE DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS**

**Porto Alegre
2010**

Vanderlei Azevedo de Oliveira

**O COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR FRENTE À REDUÇÃO DA
RENTABILIDADE DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso,
apresentada ao Curso de Graduação em
Administração da Universidade Federal
do Rio Grande do sul como requisito
para a obtenção do título de bacharel em
Administração.

Orientador: Prof. Gilberto Kloeckner

Tutor Orientador: Mauro Mastella

Porto Alegre

2010

Vanderlei Azevedo de Oliveira

**O COMPORTAMENTO DO INVESTIDOR FRENTE À REDUÇÃO DA
RENTABILIDADE DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentada ao Curso de Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do sul como requisito para a obtenção do título de bacharel em Administração.

Aprovado em 10 de Dezembro de 2010.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Prof. Felipe Milach

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me dar a vida e força pra chegar até aqui.

Agradeço aos meus pais, por terem dado seu suor e esforço para me ensinar o caminho do bem.

A todos os meus professores, desde o início da minha caminhada.

Aos meus orientadores, os professores Gilberto Kloeckner e Mauro Mastella, por terem me auxiliado no desenvolvimento deste trabalho.

Aos meus colegas da turma de Passo Fundo que, em muitos momentos, me ajudaram a esclarecer dúvidas que surgiram.

Aos meus amigos, amigas, irmãos, irmãs, cunhados, cunhadas, tios, tias, avós, sobrinhos, sobrinhas, enfim, a todos que fazem ou fizeram parte da minha vida.

E, um agradecimento especial, do fundo do coração, à minha esposa e ao meu filho, que estiveram sempre ao meu lado, nas horas boas e ruins, que abriram mão de muitas coisas, para que eu alcançasse este objetivo.

A todos, obrigado do fundo do coração.

“Só se pode alcançar um grande êxito quando nos mantemos fiéis a nós mesmos.”

Friedrich Nietzsche

RESUMO

Na busca por maiores ganhos em aplicações financeiras, investidores de aplicações conservadoras, conhecidas como renda fixa, resgatam parte de seus investimentos, deste tipo de aplicação, e os aplicam em fundos de ações, renda variável, sem garantia de rentabilidade. No entanto, no final do mês de maio do ano de 2008, uma crise econômica, agravada por um crise imobiliária nos Estados Unidos da América, afeta a economia mundial, “derrubando” bolsas de valores dos principais mercados econômicos do mundo, ocasionando grandes prejuízos a investidores e falências de grandes corporações . Investidores que, antes desta crise econômica, vêem um ambiente favorável a investir em aplicações de renda variável, ações ou fundos de ações, se colocam em meio a um ambiente totalmente reverso, onde vêem suas aplicações reduzirem. Este trabalho busca, através de uma análise dos resultados obtidos por um grupo de 20 pequenos investidores de uma instituição financeira, identificar a atitude dos mesmos, frente a um ambiente econômico totalmente desfavorável a investimentos com grande “volatilidade”, de renda variável, demonstrando comparativos entre fundos de renda fixa e fundos de renda variável disponíveis para aplicação na instituição pesquisada.

Palavras-chave: Fundos de Renda Fixa, Fundos de Renda Variável, Rentabilidade

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Relação de fundos utilizados na pesquisa.....	29
Tabela 2 -	Principais características dos Fundos de Ações.....	30
Tabela 3 -	Principais características dos Fundos Curto Prazo.....	30
Tabela 4 -	Principais características dos Fundos Longo Prazo.....	30
Tabela 5 -	Principais características do CDB DI.....	31

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO.....	10
1	FINANÇAS PESSOAIS E COMPORTAMENTAIS.....	13
1.1	COMO SURGEM AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS?.....	13
1.2	ASPECTOS COMPORTAMENTAIS.....	14
1.2.1	Dissonância cognitiva.....	14
1.2.2	Inconsistência.....	15
1.2.3	Excesso de confiança.....	15
1.2.4	Ancoragem e conservadorismo.....	15
1.2.5	Arrependimento.....	15
1.2.6	Ilusões cognitivas e heurísticas.....	16
1.2.7	Efeito doação.....	16
1.2.8	Tendência ao Status Quo.....	17
1.2.9	Lei dos Pequenos Números.....	17
1.2.10	Contabilidade Mental.....	17
1.2.11	Custos já incorridos.....	18
1.2.12	Aversão à ambiguidade.....	18
1.2.13	Efeito disposição.....	18
1.2.14	Efeito Manada.....	18
1.3	MUDANÇAS DE COMPORTAMENTO.....	19
1.4	A NECESSIDADE DE DIVERSIFICAÇÃO.....	19
1.5	RISCO E RETORNO.....	20
1.6	MERCADO DE INVESTIMENTOS.....	21
1.6.1	Mercado de Renda Fixa.....	21
1.6.2	Mercado de Renda Variável.....	21
1.7	OPÇÕES PARA INVESTIR.....	22
1.7.1	Fundos de Investimentos.....	22
1.7.1.1	Fundo de Curto Prazo.....	23
1.7.1.2	Fundos Referenciados.....	23
1.7.1.3	Fundos de Renda Fixa.....	23
1.7.1.4	Fundos de Ações.....	24
1.7.1.5	Fundos Cambiais.....	24

1.7.1.6	Fundos de Dívida Externa.....	24
1.7.1.7	Fundos Multimercado.....	25
1.8	OUTRAS OPÇÕES DE INVESTIMENTOS.....	25
1.8.1	Caderneta de Poupança.....	25
1.8.2	CDI – Certificado de Depósito Interbancário.....	26
2	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	27
2.1	MÉTODO ESCOLHIDO E JUSTIFICATIVA.....	27
2.2	INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS.....	28
2.3	ANÁLISE DOS DADOS.....	28
3	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	29
3.1	DADOS DA PESQUISA.....	29
3.2	AMOSTRAS.....	31
3.2.1	Amostra cliente A - comparativo entre CDB DI x Fundos de Ações...	32
3.2.2	Amostras comparativas entre Fundos Curto Prazo x Fundos de Ações	33
3.2.2.1	Amostra cliente B – comparativo entre Fundo CP 50 Mil x Fundos de Ações.....	33
3.2.2.2	Amostra Cliente C – comparativo entre Fundo RF 5 Mil x Fundos de Ações.....	35
3.2.2.3	Amostra Cliente D – comparativo entre Fundo RF Bônus 200 x Fundos de Ações.....	37
3.2.3	Amostras comparativas entre Fundos Longo Prazo x Fundos de Ações.....	39
3.2.3.1	Amostra Cliente E – comparativo entre Fundo Renda Fixa LP 50 Mil x Fundos de Ações.....	39
3.2.3.2	Amostra Cliente F – comparativo entre Fundo Renda Fixa LP 20 Mil x Fundos de Ações.....	41
3.2.3.3	Amostra Cliente G – comparativo entre Fundo RF Bônus LP x Fundos de Ações.....	42
3.3	ANÁLISE DAS AMOSTRAS.....	44
3.4	COMPARATIVOS DE QUANTIDADE DE INVESTIDORES E VOLUMES APLICADOS.....	45
3.4.1	Amostra de quantidade de investidores.....	45
3.4.2	Amostra de volumes aplicados.....	46

3.5	ANÁLISE COMPORTAMENTAL.....	47
3.5.1	Análise dos Dados.....	47
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	49
5	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	51
	ANEXO A – COMPARATIVO CLIENTE H.....	54
	ANEXO B – COMPARATIVO CLIENTE I.....	55
	ANEXO C – COMPARATIVO CLIENTE J.....	56
	ANEXO D – COMPARATIVO CLIENTE K.....	57
	ANEXO E – COMPARATIVO CLIENTE L.....	58
	ANEXO F – COMPARATIVO CLIENTE M.....	59
	ANEXO G – COMPARATIVO CLIENTE N.....	60
	ANEXO H – COMPARATIVO CLIENTE O.....	61
	ANEXO I – COMPARATIVO CLIENTE P.....	62
	ANEXO J – COMPARATIVO CLIENTE Q.....	63
	ANEXO K – COMPARATIVO CLIENTE R.....	64
	ANEXO L – COMPARATIVO CLIENTE S.....	65
	ANEXO M – COMPARATIVO CLIENTE T.....	66

INTRODUÇÃO

Acumular reserva financeira buscando garantir qualidade de vida no futuro, para si e para seus familiares é, certamente, o grande objetivo de todo indivíduo que busca junto a bancos ou outras instituições que administram recursos financeiros, uma melhor "alocação" dos recursos excedentes, como forma de protegê-los contra a inflação e obter lucros.

No ano de 2008, a partir do mês de junho, mais precisamente, presenciou-se uma crise econômica que afetou a economia mundial, agravada pela crise imobiliária norte americana, pois sendo os EUA a maior "potência econômica mundial", uma crise norte americana afeta, diretamente, a economia dos demais países, principalmente países em desenvolvimento (emergentes), reduzindo o PIB de muitos, com falências de grandes corporações.

O governo brasileiro, através do Comitê de Política Monetária (COPOM), vinha aumentando, desde o início de 2008, a taxa básica de juros (Selic) que era de 11,18%, ao ano, em janeiro, chegou a 12,92% no final de Julho, continuando a crescer até dezembro, encerrando o ano de 2008 em 13,67% ao ano. Visando minimizar os danos da crise mundial e garantir o crescimento econômico do país, o governo federal, através do COPOM, inicia um processo de redução da taxa básica de juros (Selic), a partir de janeiro de 2009. Esta atitude reduz as taxas de empréstimos cobrados por bancos e pelo comércio, como forma de aumentar o crédito disponível e incentivar o consumo. No entanto, a redução nas taxas de empréstimos, reduz o "spread bancário", que é a diferença entre as taxas pagas pela captação de dinheiro no mercado e os juros que cobram em empréstimos. Os bancos, visando manter seus níveis de lucro, reduzem a remuneração de aplicações financeiras, fundos de investimentos e CDB (Certificados de Depósitos Bancários), as chamadas "aplicações de renda fixa", bem como aumentam as taxas de administração das aplicações, reduzindo, assim, os lucros dos "investidores".

Com a redução da rentabilidade de fundos de renda fixa e CDB (que possui taxa pré-fixada), diversos clientes, que possuíam recursos nestas aplicações, buscaram, e ainda buscam, aplicações com maiores rentabilidades. Porém, ao aumentar a possibilidade de maiores ganhos, os investidores se vêem diante, também, de maiores riscos, visto que a transferência de recursos de aplicações de renda fixa para aplicações de renda variável, ações ou fundos de ações, assim como

podem apresentar maior retorno, também podem ocasionar a perda de parte ou mesmo de todo o capital investido.

Com a redução da rentabilidade das aplicações de renda fixa, percebe-se uma "migração" para aplicações com renda variável, ações ou fundos de ações.

O intuito deste trabalho é identificar os resultados obtidos por um grupo de clientes, de uma instituição financeira, em uma cidade do interior do estado do Rio Grande do Sul, que optaram por migrar parte de seus recursos de aplicações de renda fixa para aplicações de renda variável, fazendo um comparativo entre os retornos obtidos e os que obteriam caso mantivessem seu dinheiro aplicado em fundos de renda fixa ou CDB. Chegou-se a esse "problema" de forma a avaliar a real atitude dos aplicadores frente a um cenário econômico favorável ou desfavorável, que possibilite maiores ganhos em aplicações financeiras.

Entender o comportamento dos investidores e avaliar se tomaram a atitude correta, é necessário para que, em situação semelhante, um profissional da área financeira possa demonstrar os resultados obtidos e orientar um aplicador a buscar a melhor alternativa possível.

O objetivo principal deste trabalho é avaliar o comportamento do investidor frente à redução da rentabilidade de aplicações financeiras. Para isso, estão traçados os seguintes objetivos específicos:

- Analisar a rentabilidade dos fundos de renda fixa e renda variável, da instituição financeira pesquisada, no período compreendido entre julho de 2008 e junho de 2010;
- Avaliar os resultados obtidos com a "migração" de fundos de renda fixa para fundos de renda variável;
- Elaborar um demonstrativo para identificar os resultados que seriam obtidos em decorrência da "não" migração.

Através dos dados apresentados e resultados obtidos será possível identificar formas de alocação de recursos financeiros excedentes, buscando obter melhores ganhos, protegendo os recursos disponíveis de desvalorizações ou de inflação. O trabalho possibilitará aos investidores identificar casos ocorridos, proporcionando auxílio em ocasiões futuras, de forma a buscar maiores ganhos, reduzindo riscos e perdas, o qual se fará através de comparativo entre resultados obtidos com aplicações de renda fixa e aplicações de renda variável.

O trabalho será estruturado da seguinte forma:

Na introdução um breve histórico do contexto do problema, buscando demonstrar a motivação do comportamento dos investidores, bem como os principais objetivos do trabalho.

No primeiro capítulo, será feita referência ao embasamento teórico. No segundo capítulo, serão apresentados os procedimentos metodológicos, bem como justificativa do método escolhido. No terceiro capítulo, serão apresentados dados de rentabilidade de aplicações de renda fixa e renda variável, durante o período em questão, buscando identificar os resultados obtidos devido à permanência em aplicações de renda fixa ou migração para aplicações de renda variável. No capítulo seguinte, serão apresentados os dados obtidos, buscando base para orientar o investidor ao melhor procedimento a ser adotado. E, por fim, as conclusões e sugestões para processos futuros e referências bibliográficas.

1 FINANÇAS PESSOAIS E COMPORTAMENTAIS

Os estudos de finanças comportamentais retratam as atitudes de indivíduos frente a aspectos econômicos, micro e macro, tentando buscar entendimento das ações executadas por estes indivíduos em momentos de crises econômicas e de mercado. Tentar entender o comportamento é processo constante, porém, de difícil identificação, visto dos diversos aspectos pessoais pertinentes a cada indivíduo, tais como: tolerância ao risco, expectativa de retorno ou horizonte de tempo. Este capítulo procura demonstrar embasamento teórico, para tentar identificar as atitudes dos indivíduos diante de aspectos das finanças pessoais e comportamentais, bem como conceitos do mercado de investimentos.

1.1 COMO SURGEM AS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS?

De acordo com Shefrin (2000), as finanças comportamentais correspondem a uma área do conhecimento que vem apresentando grande crescimento, preocupando-se com o estudo da influência da psicologia no comportamento dos agentes do mercado financeiro.

Segundo Milanez (2004), estudos empíricos e experimentais realizados por equipes de diversas áreas (como psicólogos e economistas), têm mostrado que existem inúmeras situações em que o comportamento dos agentes nos mercados financeiros se desvia bastante da racionalidade suposta pela teoria neoclássica. Dois exemplos podem ser apontados:

I. Investidores dão valor exagerado às boas notícias sobre empresas cujas ações tiveram bom desempenho em passado recente e ignoram boas informações sobre as de desempenho recente ruim (De Bondt e Thaler, 1985).

II. Investidores nos mercados financeiros tendem a não aceitar perdas (*loss aversion*), relutando a se desfazer de posições em que tenham prejuízo, enquanto liquidam rapidamente posições vencedoras (Ferris et al, 1988).

Portanto, o contexto e fatores psicológicos afetam a tomada de decisões (*frame dependence* e aversão ao arrependimento). Kahneman e Tversky (1979) fundamentam o conceito de “aversão à perda” no seguinte resultado experimental. Na situação A, os agentes demonstraram aversão ao risco, o que não deixa de ser racional. Na situação B, entretanto, os mesmos agentes decidiram ser amantes do

risco, a fim de não incorrer em uma perda certa, demonstrando preferências inconsistentes e aversão à perda.

Por essas razões, as “Finanças Comportamentais” substituem o pressuposto das expectativas racionais e dos mercados eficientes pelo princípio da racionalidade limitada. Para autores como Thaler & Mullainathan (2000) e Shiller (1999) tais limitações são intrínsecas à natureza humana, devendo ser incorporadas à análise econômica como uma extensão natural dos modelos atuais, uma vez que as evidências sugerem tanto que os agentes são capazes de cometer certa variedade de erros sistemáticos, como também que tais desvios têm importantes implicações econômicas.

Hishleifer (2001) fornece outros exemplos de racionalidade limitada nos mercados financeiros: a possibilidade de previsão dos retornos futuros de ativos, o problema *dos closed-end funds* (fundos cujo valor das cotas negociadas em Bolsa diverge do valor das ações que compõem a carteira dos fundos), e o enigma dos dividendos (empresas e investidores nos EUA pagariam menos impostos se os dividendos não fossem distribuídos).

1.2 ASPECTOS COMPORTAMENTAIS

Segundo Kimura (2003), o comportamento humano é influenciado por diversos aspectos psicológicos que, muitas vezes, distorcem a identificação e a percepção de fatos, fazendo com que a tomada de decisão seja baseada em julgamentos individuais, nos quais a racionalidade imposta pela teoria da utilidade esperada pode ficar em segundo plano. A seguir são apresentados e discutidos alguns aspectos comportamentais que podem afetar o processo de tomada de decisão e os possíveis impactos em investimentos financeiros.

1.2.1 Dissonância cognitiva

Segundo Kimura (2003) em função da percepção seletiva, Festinger (1957) desenvolveu uma teoria baseada na dissonância cognitiva, estabelecendo que os indivíduos tentem, na medida do possível, reduzir esta dissonância.

1.2.2 Inconsistência

Segundo Kimura (2003), a inconsistência depende da identificação de incoerência entre atitudes.

1.2.3 Excesso de confiança

Segundo Kimura (2003), diversas pesquisas têm demonstrado que os indivíduos apresentam excesso de confiança em suas habilidades. Para Decourt (2004), a maioria dos seres humanos acredita que, mesmo em momentos de crise, aplica racionalmente as leis da probabilidade ao analisar as opções de escolha. Todos acreditam estar acima da média em habilidades, inteligência, experiência e liderança.

1.2.4 Ancoragem e conservadorismo

Edwards (1954) propôs um problema baseado em probabilidades demonstrando que os indivíduos em geral têm um valor de referência que ancora suas percepções. O estudo mostrou que os indivíduos consideram a informação adicional de forma inadequada, levando-os a estimativas conservadoras.

Shefrin (2000) afirma que a deficiência do indivíduo em analisar uma informação adicional no estudo realizado por Edwards, é análoga à deficiência que os analistas financeiros apresentam quando fazem novas estimativas sobre lucros futuros de uma empresa, em função do surgimento de nova informação relevante. Segundo o autor, devido ao conservadorismo, os analistas não revisam suficientemente suas estimativas para refletir novas informações.

1.2.5 Arrependimento

Segundo Loomes e Sugden (1982), o arrependimento fundamenta-se em duas premissas. A primeira premissa estabelece que as pessoas passam por experiências que conduzem a uma sensação de arrependimento. A segunda premissa afirma que, quando as pessoas tomam decisões em condições de

incerteza, tentam antecipar prováveis sensações de arrependimento e levam em consideração estas sensações no processo de decisão.

Wakshull (2001) descreve o arrependimento como uma frustração por ter feito um investimento com retorno inferior ao esperado ou por ter deixado de investir em um negócio com resultado positivo.

Barber e Odean (1999) apontam o medo do arrependimento como uma das causas dos investidores venderem suas posições vencedoras e manterem em carteira os ativos com pior desempenho.

Para Shiller (1999) o investidor que não vende suas ações com baixo desempenho, não assume seu erro, evitando assim o arrependimento de ter errado. Já a venda de ações em alta evita que o investidor arrependa-se mais tarde com uma eventual queda.

1.2.6 Ilusões cognitivas e heurísticas

Segundo Kahneman e Riepe (1998) a ilusão cognitiva é a tendência de erro sistemático no processo decisório.

Gilovich, Griffin e Kahneman (2002) afirmam que os partidários da teoria da racionalidade, não defendem que as pessoas não erram nunca, mas que os erros não são sistemáticos.

Para Fuller (1998) as ilusões cognitivas são divididas em 2 grupos: as ilusões resultantes de regras heurísticas nos processos de decisão apresentados por Tversky e Kahneman (1974) e ilusões causadas pelas estruturas mentais descritas na Teoria da Perspectiva por Tversky e Kahneman (1979).

1.2.7 Efeito doação

O efeito doação torna as pessoas apegadas aos seus objetos e não as permitem perdê-los, mesmo quando elas não tenham um particular desejo pelo objeto (Van Boven, Loewenstein e Dunning, 2003).

Thaler (1980) descreveu o efeito doação como o fator da característica observada nas pessoas de exigirem um valor muito maior para desistirem de um objeto do que o valor que pagariam para adquirir o mesmo objeto.

1.2.8 Tendência ao Status Quo

Segundo Tversky e Kahneman (1991) o termo status quo foi introduzido por Samuelson e Zockhauser (1988).

Samuelson e Zeckhauser (1988) utilizaram o termo status quo para se referir a uma exagerada preferência das pessoas em manter-se na situação atual e demonstraram a tendência em uma série de experimentos e observações.

1.2.9 Lei dos Pequenos Números

Tversky e Kahneman (1971) introduziram o termo Lei dos Pequenos Números para identificar um erro comum à maioria das pessoas: acreditar que é possível obter resultados significativos em pequenas amostras.

Para Tversky e Kahneman (1971), como consequência da Lei dos Pequenos números, as pessoas tendem a acreditar que todos os segmentos de uma seqüência devem refletir a proporção real, ou seja, caso uma seqüência apresente uma tendência, uma tendência contrária é esperada. Este problema é conhecido como a falácia do jogador.

Para Brabazon (2000), a lei dos pequenos números afeta os mercados financeiros, fazendo com que os investidores busquem ações com bom desempenho e evitem as ações com baixa performance no passado recente.

1.2.10 Contabilidade Mental

Shiller (1999) descreve a contabilidade mental como uma tendência humana em separar investimentos em compartimentos mentais baseados em atributos superficiais. O tratamento dado a estes investimentos varia de acordo com o compartimento em que ele se encontra. Shiller (1999) continua: “ao invés de olhar para o todo, como determina a racionalidade, eles olham para pequenas decisões separadamente”.

1.2.11 Custos já incorridos

Investimentos passados não podem mais ser modificados, portanto não devem afetar novas decisões de investimento. Rappaport e Mauboussin (2001) acreditam que os investidores, mesmo cientes que os custos já incorridos são irrelevantes para decisões atuais, geralmente não conseguem separá-los.

1.2.12 Aversão à ambiguidade

Fox e Tversky (1998) identificaram que as pessoas preferem apostar naquilo que conhecem a apostar em eventos de probabilidade totalmente desconhecida.

Tversky e Kahneman (1991) destacam que as pessoas são avessas ao risco quando há possibilidade de ganhos, mas são propensas ao risco quando se trata de perdas, ou seja, os seres humanos têm comportamento irracional quando se trata de perdas.

1.2.13 Efeito disposição

Weber e Camerer (1998) descrevem o efeito disposição como a tendência de vender os ativos vencedores e manter em carteira os ativos perdedores.

Ivković, Pearson e Weisbenner (2003) apontam o medo de arrependimento e contabilidade mental como razões para o surgimento do efeito disposição.

1.2.14 Efeito Manada

A atitude dos investidores de assumir maiores riscos, na busca de maiores retornos, faz com estes apóiem-se em ações de outros indivíduos almejando os mesmos resultados, caracterizando desta forma o “efeito manada”.

Segundo Brando (2008), o efeito manada se caracteriza pela ação individual de diversos agentes pondo em prática uma mesma decisão de forma quase simultânea uns aos outros. Assemelham-se, dessa forma, aos animais de pastoreio. Daí seu nome em inglês, *herding* ou andar em manada, em português.

No mercado financeiro, o efeito manada está associado a grandes bolhas especulativas, seus respectivos estouros e ocasionais “solavancos.” São

basicamente duas as motivações de uma manada: pode ser uma nova informação que vem a público, fazendo os agentes reagirem de forma semelhante ao se ajustarem à nova situação, afinal a notícia deve ter efeito semelhante para quase todo mundo; ou outra motivação estaria associada a um comportamento mais irracional dos agentes de simplesmente copiarem uns aos outros a revelia dos fundamentos. Este mimetismo viria da percepção de um agente individual de que seu companheiro é mais habilidoso e/ou tem melhores informações do que ele próprio. Portanto, segui-lo em suas ações seria a estratégia ótima. Outra explicação que vem das finanças comportamentais seria o desejo individual de não deixar de fazer parte da festa quando o mercado está subindo ou de não ficar pagando o pato numa situação oposta, por mais que os fundamentos e sua convicção digam o contrário.

1.3 MUDANÇAS DE COMPORTAMENTO

As diversas mudanças ocorridas no ambiente econômico nos últimos anos, com baixos índices de inflação, estabilidade econômica, redução da taxa de juros real e de aplicações financeiras, remete pequenos investidores a almejar maiores rentabilidades em suas “reservas financeiras”.

Segundo Boguzewski (2007), o investidor brasileiro está se deslocando da proteção de capital para o crescimento do capital e do curto para o longo prazo, além de estar mais consciente de que o caminho à construção do futuro passa por uma nova estratégia.

1.4 A NECESSIDADE DE DIVERSIFICAÇÃO

Segundo Boguzewski (2007), a decisão de investimento de qualquer indivíduo racional remete sempre à relação entre o risco e o retorno envolvido na operação. Segundo Assaf Neto (2000), “ao se tomarem decisões de investimento com base num resultado médio esperado, o desvio padrão passa a revelar o risco da operação, ou seja, a dispersão das variáveis em relação à média”. Dessa forma, qualquer investidor procurará selecionar, se não o investimento que produza o menor risco possível para um determinado nível de retorno, aquele que oferece o maior retorno possível para um determinado grau de risco. Em um cenário com

elevados juros reais, portanto, a maior parte dos investimentos se concentra ao redor dos títulos públicos, cujo risco é extremamente baixo e evidencia uma relação risco-retorno bastante atraente, conforme observado na economia brasileira ao longo das últimas décadas. No entanto, o processo de redução de taxas de juros aos poucos retira o *crowding out* (situação em que o governo, ao tomar grandes empréstimos no mercado a elevadas taxas de juros, desloca tomadores do setor privado que não têm condições de pagar as mesmas taxas) da economia brasileira e substitui o alto endividamento do estado e as elevadas remunerações dos títulos públicos por outras formas de investimento.

Com isso, a existência de um mercado de capitais desenvolvido ganha ainda mais importância. Nesse sentido, merece destaque o importante papel desempenhado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsáveis por dar credibilidade e transparência ao mercado e abrir os olhos do pequeno investidor a outras possibilidades de investimento.

Sendo assim, torna-se necessário analisar os impactos de um cenário de redução de taxas de juros sobre o mercado de capitais, verificando quais as formas de diversificação de investimento que os investidores passarão a considerar.

1.5 RISCO E RETORNO

Segundo Bernstein (1997) estudos sérios a respeito do risco começaram no Renascimento, quando as pessoas se libertaram das restrições do passado e desafiaram abertamente as crenças consagradas.

Securato (1993) define risco como a probabilidade de fracasso em relação aos objetivos prefixados. Como todos os eventos podem ser divididos entre sucessos ou fracassos, o risco poderia ser mensurado da seguinte forma:

Risco = $1 - P(S)$, onde $P(S)$ = probabilidade de sucesso.

Weston e Brigham (2000) consideram o risco como a possibilidade de que algum acontecimento desfavorável venha a ocorrer. Tratando-se de investimentos, risco é relativo à probabilidade de se ganhar menos que o esperado.

1.6 MERCADO DE INVESTIMENTOS

1.6.1 Mercado de Renda Fixa

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), compõe-se de ativos de renda fixa, isto é, aqueles cuja remuneração é pactuada no momento da aplicação. A taxa pode ser pré ou pós-fixada. Na renda fixa prefixada o rendimento é conhecido no momento da aplicação, uma vez que ele é determinado pela taxa de juros contratada. Nas aplicações pós-fixadas, são combinadas no início das operações uma taxa de juros fixa, portanto de valor conhecido, e uma variável, chamada indexador, de valor desconhecido (no máximo estimado ou projetado). Dessa forma, o cliente não sabe, exatamente, quanto vai ganhar no final do período. Às vezes o rendimento é dado apenas pelo indexador. Atualmente, há diversos indexadores em uso:

- IGP-M (Índice Geral de Preços – Mercado) e o IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna) - utilizados no reajuste de tarifas públicas (telefone, energia etc.) e como indexador em títulos públicos federais (NTN);
- a variação cambial do dólar oficial no período da operação (só para papéis públicos federais); e
- a variação dos DIs (Depósitos Interfinanceiros) fornecida pela Cetip (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos); a Taxa Básica Financeira (TBF), a Taxa Referencial (TR) e a Taxa de Juro de Longo Prazo (TJLP), embora não sejam indexadores e sim taxas de juros, são usadas como se o fossem como, por exemplo, na remuneração de CDB e RDB, Caderneta de Poupança, etc.

1.6.2 Mercado de Renda Variável

Segundo a CVM, compõe-se de ativos de renda variável, quais sejam, aqueles cuja remuneração ou retorno de capital não pode ser pactuado e conhecido no momento da aplicação.

Os ativos negociados são ações ou fundos de ações, quotas ou quinhões de capital, o ouro, ativo financeiro e os contratos negociados nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas.

1.7 OPÇÕES PARA INVESTIR

1.7.1 Fundos de Investimentos

Segundo a CVM, fundo de Investimento é 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.

Em 30 de março de 2007 a CVM, publicou a Instrução nº. 450 que alterou algumas das características e criou uma nova regulamentação para os fundos de investimento no Brasil. Esta nova regulamentação significou um marco para o mercado brasileiro de fundos de investimento, pois é o início de sua internacionalização. A principal motivação da CVM foi preparar a regulamentação dos fundos de investimento para um cenário de menor rentabilidade dos títulos públicos e conseqüentemente dos investimentos em “renda fixa”. As alterações promovidas por esta instrução objetivaram:

- melhorar o nível de informação dos investidores sobre os ativos e riscos das carteiras dos fundos;
- ampliar as alternativas de investimento dos gestores, permitindo que possam buscar maior competitividade e maior rentabilidade; e
- assegurar que os distribuidores, gestores e administradores analisem cuidadosamente o perfil de risco dos investidores dos fundos.

Na avaliação da Anbid (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), o investidor foi o grande beneficiário da Instrução Nº. 409 da CVM, por se tratar de uma legislação moderna que lhe garante proteção adequada e informações mais claras para que invista em produtos que atendam realmente às suas necessidades.

A CVM classificou os fundos de investimento em sete categorias:

Fundo de Curto Prazo;

Fundo Referenciado;

Fundo de Renda Fixa;

Fundo de Ações;

Fundos Cambiais;

Fundo de Dívida Externa;

Fundo Multimercado.

Hoje em dia, só não são regidos pela Instrução nº. 450 da CVM, os fundos que possuem legislação própria, específica, como os fundos imobiliários, fundos de direitos creditórios e de participações, por exemplo.

1.7.1.1 Fundos de Curto Prazo

Conforme a CVM, são compostos de títulos públicos federais ou privados de baixo risco de crédito com prazo máximo de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, 60 dias. São fundos cuja rentabilidade geralmente está associada às taxas SELIC ou CDI e considerados mais conservadores quanto ao risco, sendo compatíveis com objetivos de investimento de curto prazo, pois suas cotas são menos sensíveis às oscilações das taxas de juros.

1.7.1.2 Fundos Referenciados

Devem acompanhar a variação do indicador de desempenho (*benchmark*) definido em seu objetivo, mantendo, no mínimo, 95% de sua carteira composta por ativos que acompanhem referido indicador. Podem utilizar derivativos apenas com o objetivo exclusivo de proteção (*hedge*), sem permitir alavancagem. Dentre os referenciados, o fundo mais popular é o DI, cujo objetivo de investimento é acompanhar a variação diária das taxas de juros no mercado interbancário (CDI). Como este tipo de fundo procura acompanhar a variação das taxas de juros, pode se beneficiar de um cenário de alta dessas taxas.

1.7.1.3 Fundos de Renda Fixa

Devem aplicar pelo menos 80% de seus recursos em títulos de renda fixa - públicos ou privados, pré ou pós-fixados - e ter como principal fator de risco a variação da taxa de juros e/ou de índice de preços. Podem utilizar derivativos tanto para proteção da carteira quanto para alavancagem. Nos fundos de Renda Fixa a rentabilidade pode ser beneficiada pela inclusão, em carteira, de títulos que apresentem maior risco de crédito, como os títulos privados.

1.7.1.4 Fundos de Ações

São também chamados de fundos de renda variável e devem investir, no mínimo, 67% de 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 (Índice Bovespa – composto por uma carteira teórica de ações com um valor-base de 100 pontos) ou o IBX (Índice Brasil – composto pelas 100 ações mais negociadas na Bovespa). Como seu principal fator de risco é a variação nos preços das ações que compõem sua carteira, podem 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.

1.7.1.5 Fundos Cambiais

Devem manter, no mínimo, 80% de seu patrimônio investido em ativos que sejam relacionados, direta ou indiretamente (via derivativos), à variação de preços de uma moeda estrangeira, ou a uma taxa de juros denominada cupom cambial. Os mais conhecidos são os chamados Fundos Cambiais Dólar, que buscam acompanhar a variação de cotação da moeda americana.

1.7.1.6 Fundos de Dívida Externa

Devem aplicar, no mínimo, 80% de seu patrimônio em títulos brasileiros negociados no mercado internacional e podem utilizar derivativos, negociados no Brasil ou não, com o objetivo exclusivo de proteção. Os 20% restantes podem ser aplicados em outros títulos de crédito transacionados no exterior. Os títulos componentes de sua carteira são mantidos fora do país. Para o investidor no Brasil, este fundo é uma forma ágil e de baixo custo operacional para aplicar em papéis do governo brasileiro negociados no exterior.

1.7.1.7 Fundos Multimercado

Devem apresentar política de investimento que envolva vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial, podendo investir em ativos de diferentes mercados - como renda fixa, câmbio e ações - e utilizar derivativos tanto para alavancagem quanto para proteção da carteira. Considerados os fundos com maior liberdade de gestão, buscam rendimento mais elevado em relação aos demais, mas também apresentam maior risco, sendo, portanto, compatíveis com objetivos de investimento que, além de procurar diversificação, tolerem uma grande exposição a riscos na expectativa de obter uma rentabilidade mais elevada.

1.8 OUTRAS OPÇÕES DE INVESTIMENTOS

1.8.1 Caderneta de Poupança

Segundo Assaf Neto (2001), a caderneta de Poupança é um bom veículo de investimento para as pessoas que não querem correr nenhum tipo de risco e não possuem considerável volume de recursos. Em um cenário de juros elevados, é interessante aplicar neste tipo de ativo, pois a taxa de poupança é calculada baseada em uma taxa referencial TR o qual é constituída pelas trinta maiores instituições financeiras do país, assim consideradas em função do volume de captação de Certificado e Recibo de Depósito Bancário (CDB/RDB), dentre os bancos múltiplos com carteira comercial ou de investimento, bancos comerciais e de investimentos e caixas econômicas, ou seja, está diretamente correlacionada com outras taxas de juros como a Selic e o CDI.

Assaf Neto (2001), menciona ainda que a poupança é uma alternativa de aplicação financeira bastante conservadora, oferecendo segurança, pois o governo garante os depósitos até R\$ 60.000,00, e baixa remuneração, se comparado a outros tipos de ativos no mercado.

1.8.2 CDI – Certificado de Depósito Interbancário

Segundo Fortuna (2002), Certificados de Depósito Interbancário, CDI, são os títulos de emissão das instituições financeiras monetárias e não-monetárias que lastreiam as operações de mercado interbancário. Simplificando, sua função é transferir recursos de uma instituição financeira para outra. Assim, o CDI garante a distribuição de recursos, de forma a atender ao fluxo de recursos demandados pelas instituições.

O embasamento teórico demonstrado neste capítulo proporciona entender as diversas variáveis que influenciam no comportamento do indivíduo ao “operar” no mercado financeiro buscando obter melhores ganhos em suas reservas financeiras. Da mesma forma, conhecer conceitos do mercado de investimentos e as diferenças entre as opções, auxilia o processo de decisão do indivíduo.

O capítulo a seguir buscará demonstrar os procedimentos utilizados para a obtenção dos dados e resultados da pesquisa.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

2.1. MÉTODO ESCOLHIDO E JUSTIFICATIVA

A pesquisa trata-se de um estudo de caso, avaliando os resultados obtidos por investidores/poupadores que, diante de redução da rentabilidade de aplicações de renda fixa, devido à redução da taxa básica de juros (Selic), buscaram, em aplicações de renda variável, maiores ganhos; no entanto, devido a crise econômica mundial, ocorrida a partir de 2008, tiveram prejuízos em suas aplicações e buscam, até hoje, reversão deste quadro negativo.

Segundo Yin (2001), estudo de caso é “uma pesquisa empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto de vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente evidentes”, e o foco do estudo é sobre um conjunto de acontecimentos sobre o qual o pesquisador tem pouco ou nenhum controle. Caracteriza-se pela capacidade de lidar com uma completa variedade de evidências - documentos, artefatos, entrevistas e observações. Para Yin (2001), a aplicação de um estudo de caso é a estratégia preferida quando o pesquisador pretende investigar questões do tipo “como” e “por que”, tendo pouco controle sobre os eventos. Yin (2001) ressalta que o estudo de caso busca, em uma situação única, fontes de evidências para responder ao problema de pesquisa e beneficia-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas que conduzirão a coleta e análise de dados. Ainda de acordo com Yin (2001), o desenvolvimento de uma sólida base teórica se faz essencial na medida em que o foco do estudo de caso tenha o propósito de testar a teoria. Além disso, o estudo de caso, tendo como complemento uma pesquisa exploratória (Malhotra 2001; Cooper e Schindler, 2003), que fornecerá informações mais claras no momento que proporciona a descoberta de dados e idéias, melhorando e contribuindo para um resultado confiável no final da pesquisa. Desta forma, a pesquisa foi feita buscando obter dados quantitativos e qualitativos, visto que se trata de análise comportamental dos investidores, com base em resultados obtidos em aplicações.

A instituição financeira pesquisada possui, atualmente, diversos fundos de renda fixa, os quais diferem em função do prazo (curto ou longo), taxa de administração, risco e valor inicial de aplicação, além de caderneta de poupança e

CDB DI, desta forma, foi possível identificar, através da pesquisa, clientes que obtiveram ganhos em determinados fundos e perdas em outros, assim como clientes que obtiveram ganhos na composição da carteira de aplicação, ou seja, mantiveram parte de seus recursos em renda fixa, com ganhos, mas tiveram perdas nos fundos de renda variável.

2.2. INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS

Os dados da pesquisa provêm, principalmente, de informações do site da instituição financeira e site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), através de histórico de rentabilidade dos fundos de investimento da instituição, durante o período da pesquisa. Os dados foram tabulados em planilhas de cálculos, MS Excel.

Foram identificados dados históricos de rentabilidade de 18 fundos de investimento de renda fixa, sendo 10 de curto prazo e 08 de longo prazo, visto da incidência diferenciada de taxas de administração e imposto de renda entre as duas classes de fundos. Para fins de comparação, foram identificados 10 fundos, de renda variável, que, anteriormente ao período, apresentavam maior crescimento de rentabilidade.

2.3. ANÁLISE DOS DADOS

A análise tomou como base da pesquisa um grupo de 20 clientes, os quais não serão citados por questões de sigilo, que possuíam aplicações em fundos de renda fixa e migraram para fundos de renda variável. O grupo foi escolhido de acordo com parâmetros que envolvem volume de aplicações e acessibilidade para coleta dos dados necessários à tabulação da pesquisa.

A análise dos dados obtidos se dará através de comparativo entre a rentabilidade dos fundos de renda fixa e fundos de renda variável, proporcionando identificar a perspectiva de decisões futuras em situações semelhantes à ocorrida no referido caso, os quais serão demonstrados em planilhas de cálculos MS Excel e, também, gráficos.

3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo trará informações sobre os resultados obtidos, pelos clientes pesquisados, através de aplicação em fundos de renda variável, com demonstrativos comparativos em relação a aplicações de renda fixa.

Para tabulação dos dados foi utilizado amostra de 20 clientes, com identificação de valores aplicados e período de aplicação, além de históricos de rentabilidade de 18 fundos de renda fixa, sendo 10 de curto prazo e 8 de longo prazo, CDB DI e 10 fundos de ações, dentro do período pesquisado, julho de 2008 a junho de 2010. Os dados da análise quantitativa foram tabulados com auxílio do programa Microsoft Excel, sendo demonstrados através de planilhas e gráficos. Os dados da análise qualitativa, ou seja, comportamental, formam tabulados através dos resultados obtidos, numa conexão com as teorias de finanças comportamentais.

3.1 DADOS DA PESQUISA

A pesquisa buscou identificar, através dos resultados obtidos pelos clientes analisados, suas atitudes frente a um cenário econômico favorável à aplicações em fundos de renda variável onde, estes clientes, na busca por maiores retornos dispõem-se a assumir maiores riscos, no entanto, sofrem um revés em seus investimentos, devido à desvalorização de suas aplicações.

A pesquisa utilizou dados históricos de rentabilidade, durante o período analisado, dos fundos relacionados na tabela 1, abaixo:

Tabela 1 – Relação de fundos utilizados na pesquisa

Fundos de Ações	Fundos de Curto Prazo	Fundos de Longo Prazo
Ações Banco	Curto Prazo 50 Mil	Renda Fixa LP 5 Mil
Ações Ibovespa Indexado	Curto Prazo 200	Renda Fixa LP 20 Mil
Ações IBrX Indexado	Renda Fixa 5 Mil	Renda Fixa LP 100 Mil
Ações Energia	Renda Fixa 50	Renda Fixa LP 50 Mil
Ações Petrobrás	Renda Fixa 200	Renda Fixa Bônus LP
Ações Vale do Rio Doce	Renda Fixa Bônus 200	Referenciado DI LP 50 Mil
Ações Dividendos	Referenciado DI 200	Referenciado DI LP Mil
Ações Siderurgia	Referenciado DI 5 Mil	Referenciado DI LP Classe 200
Ações Construção Civil	Referenciado DI Bônus 200	
Ações PIBB	Referenciado DI Social 50	CDB DI

Fonte: Site CVM

Os fundos analisados, além de apresentarem rendimentos diferenciados, possuem também algumas características diferentes, conforme tabelas 2, 3, 4 e 5 abaixo:

Tabela 2 – Principais características dos Fundos de Ações

	Taxa de Administração	Classificação de Risco	Aplicação Inicial	Tributação sobre Rendimento
Ações Banco	1,5%	Muito Alto	R\$ 200,00	15,0%
Ações Ibovespa Indexado	4,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações IBrX Indexado	4,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações Energia	2,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações Petrobrás	2,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações Vale do Rio Doce	2,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações Dividendos	2,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações Siderurgia	2,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações Construção Civil	2,0%	Muito Alto	R\$ 200,00	
Ações PIBB	1,5%	Muito Alto	R\$ 200,00	

Fonte: Site da instituição financeira pesquisada

Tabela 3 – Principais características dos Fundos Curto Prazo

	Taxa de Administração	Classificação de Risco	Aplicação Inicial	Tributação sobre Rendimento
Curto Prazo 50 Mil	1,0%	Muito Baixo	R\$ 50.000,00	22,5% de 1 a 180 dias, 20,0% acima de 180 dias
Curto Prazo 200	3,0%	Muito Baixo	R\$ 200,00	
Renda Fixa 5 Mil	2,0%	Baixo	R\$ 5.000,00	
Renda Fixa 50	3,5%	Baixo	R\$ 50,00	
Renda Fixa 200	3,0%	Baixo	R\$ 200,00	
Renda Fixa Bônus 200	3,0%	Baixo	R\$ 200,00	
Referenciado DI 200	3,0%	Baixo	R\$ 200,00	
Referenciado DI 5 Mil	2,5%	Baixo	R\$ 5.000,00	
Referenciado DI Bônus 200	3,0%	Baixo	R\$ 200,00	
Referenciado DI Social 50	3,5%	Baixo	R\$ 50,00	

Fonte: Site da instituição financeira pesquisada

Tabela 4 – Principais características dos Fundos Longo Prazo

	Taxa de Administração	Classificação de Risco	Aplicação Inicial	Tributação sobre Rendimento
Renda Fixa LP 5 Mil	2,5%	Baixo	R\$ 5.000,00	22,0% de 1 a 180 dias, 20,0% de 181 a 360 dias, 17,5% de 361 a 720 dias e 15,0% após 720 dias
Renda Fixa LP 20 Mil	1,5%	Baixo	R\$ 20.000,00	
Renda Fixa LP 100 Mil	1,0%	Médio	R\$ 100.000,00	
Renda Fixa LP 50 Mil	1,0%	Médio	R\$ 50.000,00	
Renda Fixa Bônus LP	2,0%	Baixo	R\$ 5.000,00	
Referenciado DI LP 50 Mil	1,0%	Baixo	R\$ 50.000,00	
Referenciado DI LP Mil	3,0%	Baixo	R\$ 1.000,00	
Referenc. DI LP Classe 200	1,0%	Médio	R\$ 200,00	

Fonte: Site da instituição financeira pesquisada

Tabela 5 – Principais características do CDB DI

	Taxa DI	Classificação de Risco	Aplicação Inicial	Tributação sobre Rendimento
CDB DI	De 0% a 18,0% (de acordo com o valor aplicado)	Médio	R\$ 1.000,00	22,0% de 1 a 180 dias, 20,0% de 181 a 360 dias, 17,5% de 361 a 720 dias e 15,0% após 720 dias

Fonte: Site da instituição financeira pesquisada

3.2. AMOSTRAS

Foram utilizados, neste trabalho, amostras comparativas de 20 clientes, sendo 2 comparativos entre aplicação em CDB DI e fundos de ações, 10 comparativos entre aplicação em fundo curto prazo e fundos de ações, sendo 1 amostra de cada fundo curto prazo utilizado na pesquisa, e 8 comparativos entre aplicação em fundo de longo prazo e fundos de ações, visto que foram utilizados na pesquisa 8 fundos de longo prazo; no entanto, são demonstradas a seguir amostras de 7 clientes, sendo que as demais seguem como anexo a este trabalho.

A análise das amostras serve para observar os resultados obtidos pelos investidores, visando avaliar sua atitude frente a queda de rentabilidade das aplicações, buscando entender seu comportamento frente aos prejuízos ocorridos devido a desvalorização. O período analisado inicia em 01/07/2008 e termina em 30/06/2010, sendo que o período que antecedeu ao período da pesquisa apresentava um cenário favorável à aplicações em renda variável, ações ou fundos de ações, visto que os índices de rentabilidade deste tipo de aplicação apresentavam, já havia alguns meses, um constante crescimento, o que auxiliou na decisão dos investidores em aplicar recursos neste tipo de aplicação.

A atitude tomada pelos investidores foi com base nos índices de rentabilidade apresentados anteriormente, além de informações de mercado, principalmente por indicadores e mídia, o que proporciona uma análise comportamental com base nos resultados obtidos, bem como as ações perante os resultados negativos.

3.2.1. Amostra cliente A - comparativo entre CDB DI x Fundos de Ações

Os dados a seguir referem-se a informações do cliente A que, na busca por maior ganho em suas aplicações, resgata parte de valor aplicado em CDB DI e aplica em uma carteira composta por 3 fundos de ações. O período anterior à data de aplicação, apresenta um crescimento da rentabilidade de ações e fundos de ações, o que colabora para a atitude tomada.

- Valor disponível aplicado em CDB DI: R\$ 235.230,28;
- Valor resgatado do CDB DI: R\$ 60.000,00;
- Data da movimentação: 23/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Banco, Fundo de Ações Petrobrás e Fundo de Ações Vale do Rio Doce;
- Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 60.000,00, sendo R\$ 20.000,00 em cada;
- Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

COMPARATIVO CLIENTE A

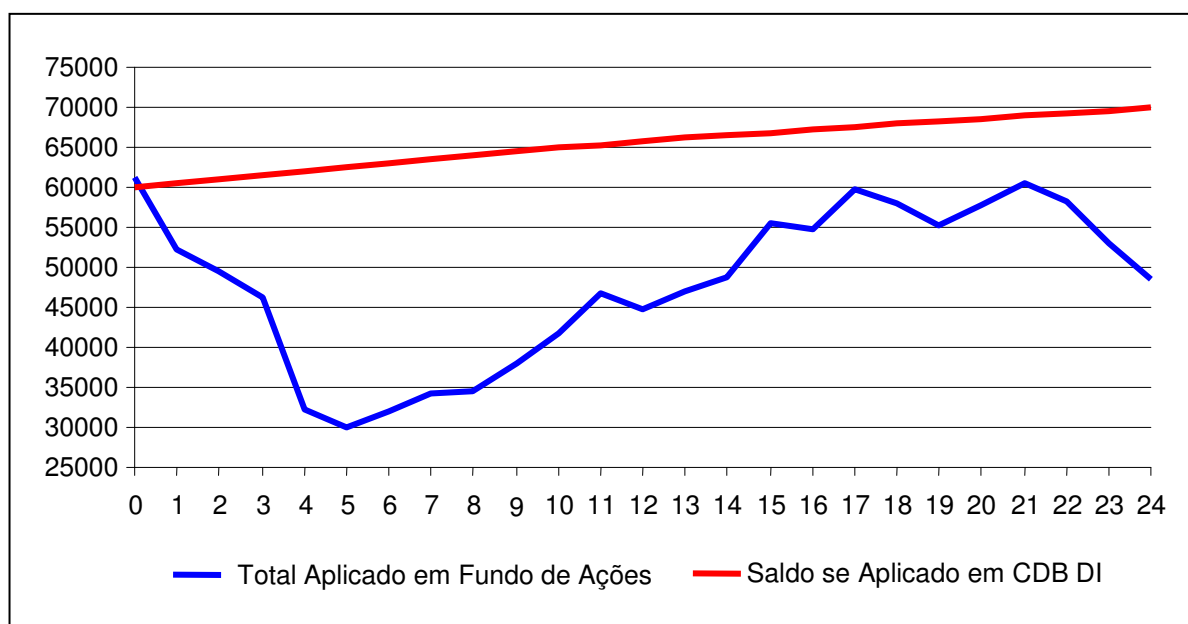


Gráfico 1 – Comparativo de resultado entre aplicação em CDB DI e Fundos de Ações, do cliente A

Fonte: Dados da Pesquisa

O gráfico 1 apresenta um comparativo entre o resultado obtido pelo cliente A, pela aplicação do valor de R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais), numa carteira composta por 3 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado em CDB DI. Os valores apresentados referem-se a valores

acumulados com rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações, e taxa DI (taxa média negociada entre bancos para empréstimo de curto prazo), descontada do rendimento do CDB DI. O período analisado inicia em 01/07/2008, no entanto, a aplicação foi realizada em data anterior, ou seja, em 23/06/2008, sendo que, no início do período da análise, a carteira composta pelos fundos de ações apresentava resultado positivo, devido à valorização dos fundos de ações, iniciando, porém, um processo de desvalorização, a partir do início do período da análise, nos referidos fundos.

Ao final do período analisado o cliente A obteve um resultado negativo de 19,28% em sua aplicação na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado um valor de R\$ 60.000,00 em 23/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 48.434,00, sendo que, aplicando o mesmo valor, durante o mesmo período em CDB DI, obteria um resultado positivo de 16,53%, com um ganho de R\$ 9.917,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 69.917,00, o que ocasionou uma diferença entre o saldo final acumulado de, aproximadamente, 30,73%, ou R\$ 21.483,00.

3.2.2 Amostras comparativas entre Fundos Curto Prazo x Fundos de Ações

As amostras a seguir, referem-se a dados comparativos entre aplicações em fundos de renda fixa de curto prazo e fundos de ações, visando identificar os resultados obtidos pelos investidores nos fundos de ações, comparando com os resultados que obteriam caso mantivessem os valores aplicados nos fundos de renda fixa.

3.2.2.1 Amostra cliente B – comparativo entre Fundo CP 50 Mil x Fundos de Ações

A análise a seguir demonstra um comparativo entre aplicação, realizada pelo cliente B, em uma carteira composta por 4 fundos de ações, onde o cliente resgata parte de valor aplicado em fundo de renda fixa de curto prazo, aplicando o valor em fundos de ações, conforme abaixo:

- Valor disponível aplicado no Fundo Curto Prazo 50 Mil: R\$ 153.728,76;
- Valor resgatado do Fundo Curto Prazo 50 Mil: R\$ 30.000,00;
- Data da movimentação: 11/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Petrobrás, Fundo de Ações Vale do Rio Doce, Fundo de Ações Ibovespa Indexado e Fundo de Ações IbrX Indexado;
- Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 30.000,00, sendo R\$ 10.000,00 no Fundo de Ações Petrobrás, R\$ 10.000,00, no Fundo de Ações Vale do Rio Doce e R\$ 5.000,00 em cada um dos demais;
- Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

COMPARATIVO CLIENTE B

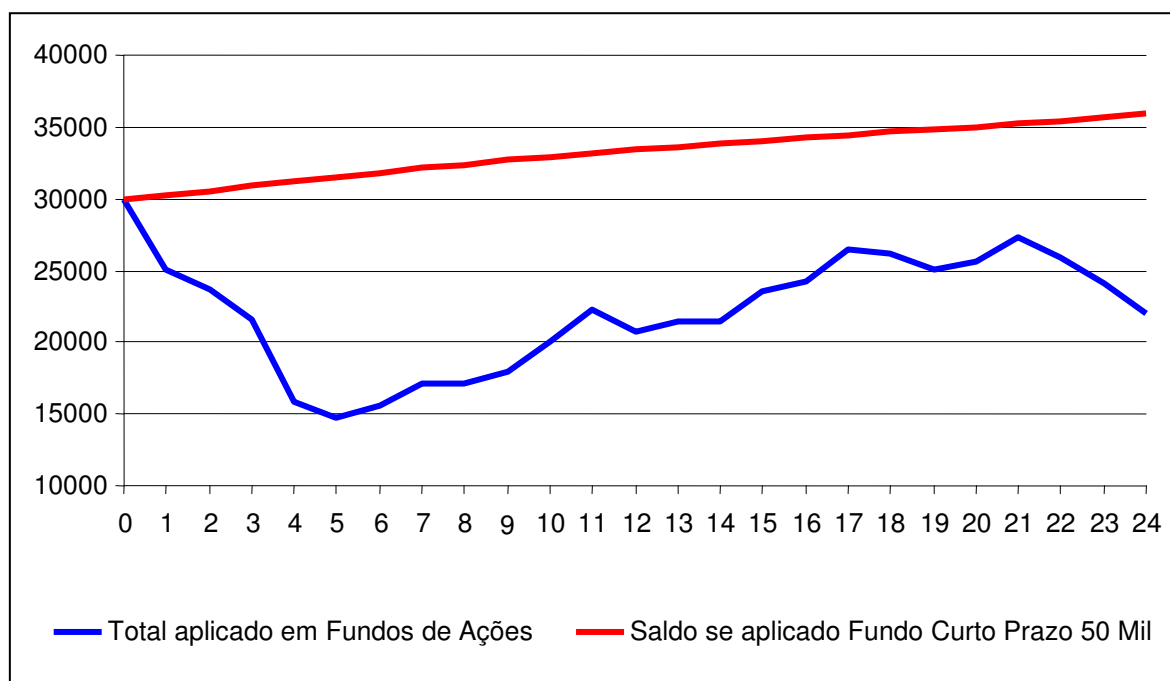


Gráfico 2 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Curto Prazo 50 Mil e Fundos de Ações, do cliente B
Fonte: Dados da Pesquisa

O gráfico 2 apresenta um comparativo entre o resultado obtido pelo cliente B, pela aplicação do valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), numa carteira composta por 4 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado no Fundo Curto Prazo 50 Mil. Os valores apresentados referem-se à rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações. O período analisado inicia em 01/07/2008, no entanto, a aplicação foi realizada em data anterior, em 11/06/2008, apresentando uma pequena

valorização até o início do período da análise, sendo que, a partir daquele momento, os fundos de ações passaram a apresentar desvalorização.

O cliente B obteve um resultado negativo de 27,71% em sua aplicação na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado um valor de R\$ 30.000,00 em 11/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 21.687,00, sendo que, aplicando o mesmo valor, durante o mesmo período no Fundo Curto Prazo 50 Mil, obteria um resultado positivo de 20,51%, com um ganho de R\$ 6.154,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 36.154,00, ocasionando uma diferença entre o saldo final acumulado de, aproximadamente, 40,01%, ou R\$ 14.467,00.

3.2.2.2 Amostra Cliente C – comparativo entre Fundo RF 5 Mil x Fundos de Ações

Os dados abaixo se referem ao comparativo entre a aplicação, realizada pelo cliente C, em uma carteira composta por 5 fundos de ações e o Fundo Renda Fixa 5 Mil, o qual o mesmo possuía anteriormente, sendo que resgatou uma parte do valor aplicado e o aplicou nos fundos de ações:

- Valor disponível aplicado no Fundo Renda Fixa 5 Mil: R\$ 122.375,42;
- Valor resgatado do fundo Renda Fixa 5 Mil: R\$ 20.000,00;
- Data da movimentação: 13/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Banco, Fundo de Ações Petrobrás, Fundo de Ações Vale do Rio Doce, Fundo de Ações Dividendos e Fundo de Ações Construção Civil;
 - Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 20.000,00, sendo nos fundos de Ações Petrobrás e Vale do Rio Doce, R\$ 8.000,00 em cada um deles, R\$ 2.000,00 no Fundo de Ações Banco, R\$ 1.000,00 no Fundo de Ações Dividendos e R\$ 1.000,00 no Fundo de Ações Construção Civil;
 - Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

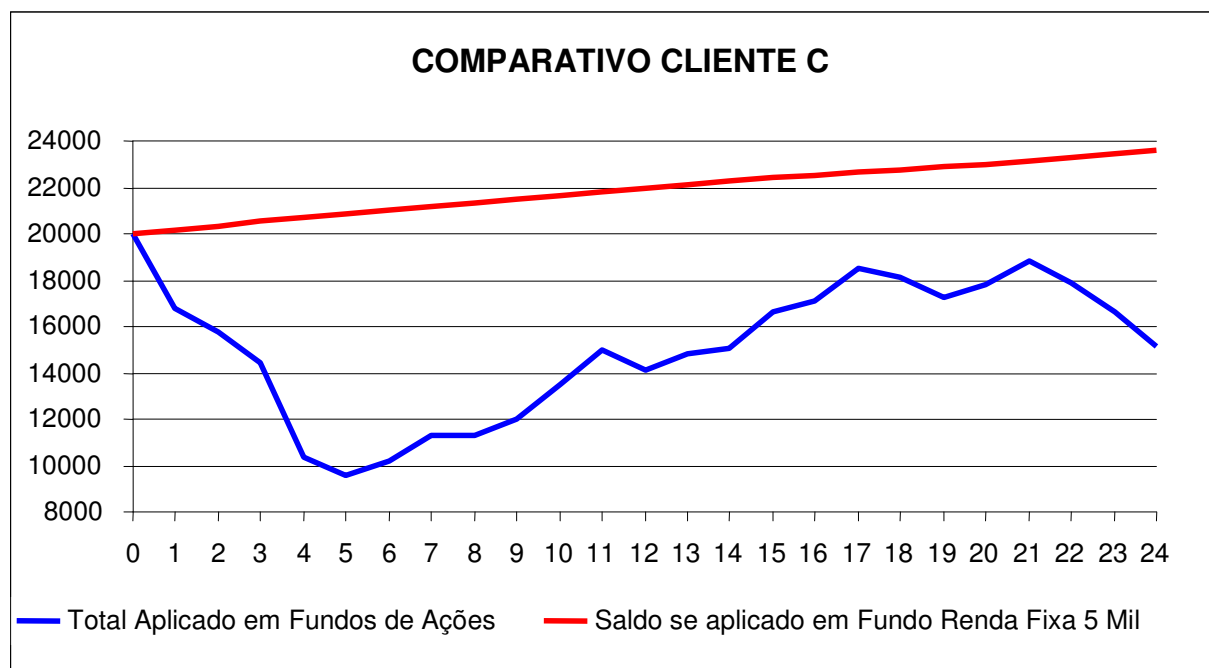


Gráfico 3 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Renda Fixa 5 Mil e Fundos de Ações, do cliente C

Fonte: Dados da Pesquisa

Através dos dados apresentados no gráfico 3, é possível comparar o resultado obtido pelo cliente C, pela aplicação do valor de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), numa carteira composta por 5 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado no Fundo Renda Fixa 5 Mil. Os valores apresentados referem-se à rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações. O período analisado inicia em 01/07/2008, no entanto, a aplicação foi realizada em data anterior, em 13/06/2008, apresentando uma pequena valorização até o início do período da análise, a qual foi desprezada visto não ser representativa na amostra, apresentando a partir do início do período pesquisado desvalorização da rentabilidade nos fundos de ações.

O cliente C obteve um resultado negativo de 24,18% em sua aplicação na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado um valor de R\$ 20.000,00 em 13/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 15.164,00, sendo que, aplicando o mesmo valor, durante o mesmo período no Fundo Renda Fixa 5 Mil, obteria um resultado positivo de 17,89%, com um ganho de R\$ 3.578,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 23.578,00, resultando em uma diferença entre o saldo final acumulado de, aproximadamente, 35,68%, ou R\$ 8.414,00.

3.2.2.3 Amostra Cliente D – comparativo entre Fundo RF Bônus 200 x Fundos de Ações

São apresentados abaixo os dados referentes ao comparativo entre a aplicação, realizada pelo cliente D, em uma carteira composta por 5 fundos de ações e o Fundo Renda Fixa Bônus 200. O cliente possuía aplicação no referido fundo, resgatou uma parte do valor aplicado e o aplicou nos fundos de ações:

- Valor disponível aplicado no Fundo RF Bônus 200: R\$ 51.625,01;
- Valor resgatado do fundo RF Bônus 200: R\$ 10.000,00;
- Data da movimentação: 25/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Banco, Fundo de Ações Petrobrás, Fundo de Ações Vale do Rio Doce, Fundo de Ações IBrX e Fundo de Ações Construção Civil;
 - Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 10.000,00, sendo nos fundos de Ações Petrobrás e Vale do Rio Doce, R\$ 4.000,00 em cada um, R\$ 1.000,00 no fundo de Ações Banco e R\$ 500,00 em cada um dos demais fundos, IBrX e Construção Civil;
 - Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

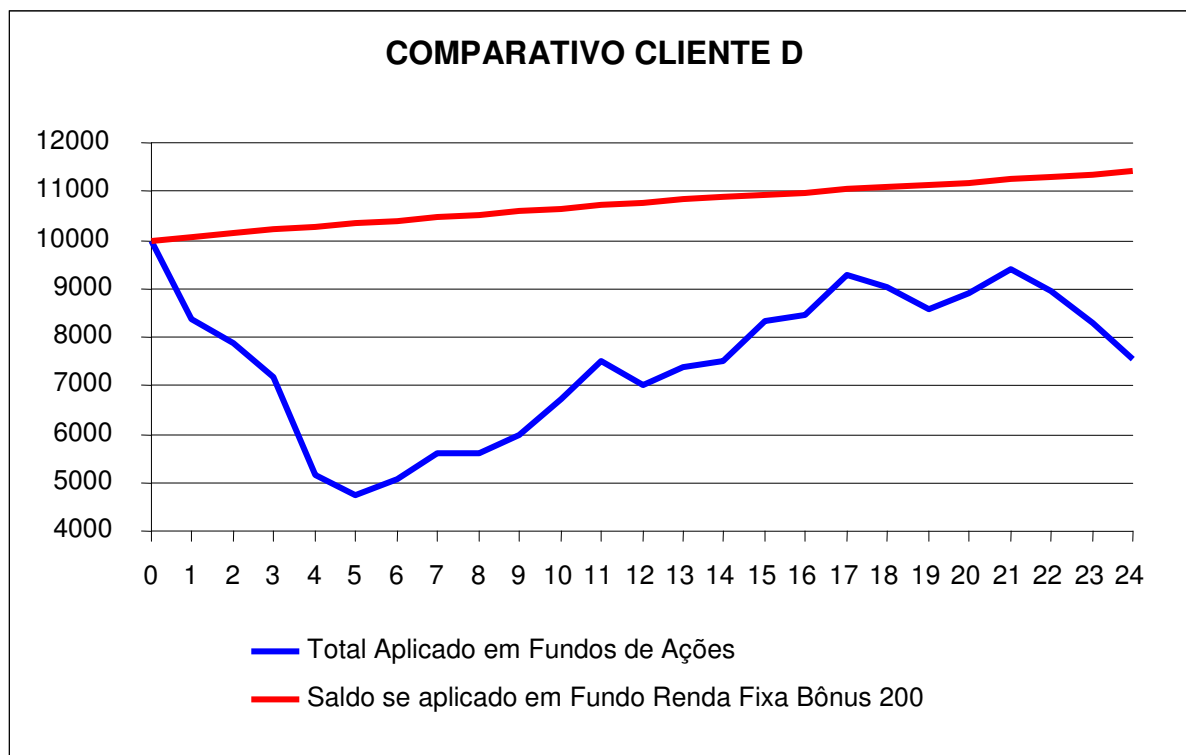


Gráfico 4 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo RF Bônus 200 e Fundos de Ações, do cliente D

Fonte: Dados da Pesquisa

Os dados apresentados no gráfico 4 representam o comparativo do resultado obtido pelo cliente D, pela aplicação do valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), numa carteira composta por 5 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado no Fundo Renda Fixa Bônus 200. Os valores apresentados referem-se à rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações. O período analisado inicia em 01/07/2008, no entanto, a aplicação foi realizada em data anterior, em 25/06/2008, sendo que os fundos de ações apresentaram uma pequena valorização até o início do período da análise, apresentando, desvalorização a partir do início do período.

A movimentação realizada pelo cliente D ocasionou um resultado negativo de 24,70% em sua aplicação na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado um valor de R\$ 10.000,00 em 25/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 7.530,00, sendo que, aplicando o mesmo valor, durante o mesmo período no Fundo Renda Fixa Bônus 200, obteria um resultado positivo de 14,15%, com um ganho de R\$ 1.415,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 11.415,00, resultando em uma diferença no resultado final acumulado de 34,03%, ou R\$ 3.885,00.

3.2.3 Amostras comparativas entre Fundos Longo Prazo x Fundos de Ações

As amostras a seguir, referem-se a dados comparativos entre aplicações em fundos de renda fixa de longo prazo e fundos de ações, visando identificar os resultados obtidos pelos investidores nos fundos de ações, comparando os resultados que obteriam caso mantivessem os valores aplicados nos fundos de renda fixa.

3.2.3.1 Amostra Cliente E – comparativo entre Fundo Renda Fixa LP 50 Mil x Fundos de Ações

A próxima análise demonstra um comparativo entre a aplicação, realizada pelo cliente E, em uma carteira composta por 5 fundos de ações e o Fundo Renda Fixa LP 50 Mil, onde o cliente resgata parte do valor que possuía aplicado em fundo de renda fixa de longo prazo e aplica em fundos de ações, conforme abaixo:

- Valor disponível aplicado no Fundo Renda Fixa LP 50 Mil: R\$ 187.728,52;
- Valor resgatado do Fundo Renda Fixa LP 50 Mil: R\$ 30.000,00;
- Data da movimentação: 17/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Petrobrás, Fundo de Ações Vale do Rio Doce, Fundo de Ações PIBB, Fundo de Ações Siderurgia e Fundo de Ações Dividendos;
- Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 30.000,00, sendo R\$ 12.000,00 no Fundo de Ações Petrobrás, R\$ 12.000,00, no Fundo de Ações Vale do Rio Doce e R\$ 2.000,00 em cada um dos 3 fundos restantes;
- Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

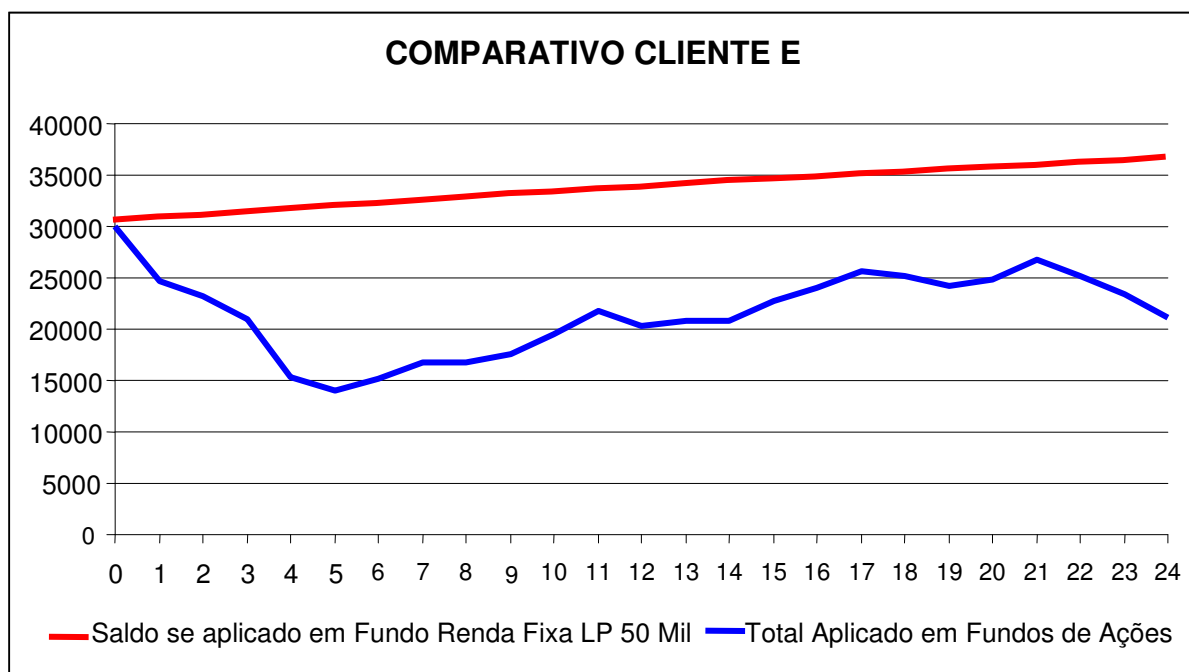


Gráfico 5 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Renda Fixa LP 50 Mil e Fundos de Ações, do cliente E

Fonte: Dados da Pesquisa

O gráfico 5 apresenta um comparativo entre o resultado obtido pelo cliente E, pela aplicação do valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), numa carteira composta por 5 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado no Fundo Renda Fixa LP 50 Mil. Os valores apresentados referem-se à rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações. O período analisado inicia em 01/07/2008, no entanto, a aplicação foi realizada em data anterior, em 17/06/2008, sendo que, apresentou uma pequena valorização até o início do período analisado, apresentando desvalorização a partir daquele momento.

O cliente E obteve um resultado negativo de 29,32% em sua aplicação na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado um valor de R\$ 30.000,00 em 17/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 21.204,00, sendo que, mantendo o valor, durante o mesmo período no Fundo Renda Fixa LP 50 Mil, alcançaria um resultado positivo de 20,94%, com um ganho de R\$ 6.281,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 36.281,00. A diferença de saldo acumulado ao final do período foi de, aproximadamente, 41,56% ou R\$ 15.077,00.

3.2.3.2 Amostra Cliente F – comparativo entre Fundo Renda Fixa LP 20 Mil x Fundos de Ações

Os dados abaixo se referem ao comparativo entre a aplicação, realizada pelo cliente F, em uma carteira composta por 5 fundos de ações e o Fundo Renda Fixa LP 20 Mil, o qual o mesmo possuía anteriormente, sendo que resgatou uma parte do valor aplicado e o aplicou nos fundos de ações:

- Valor disponível aplicado no Fundo Renda Fixa LP 20 Mil: R\$ 141.436,15;
- Valor resgatado do Fundo Renda Fixa LP 20 Mil: R\$ 20.000,00;
- Data da movimentação: 05/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Banco, Fundo de Ações Petrobrás, Fundo de Ações Vale do Rio Doce, Fundo de Ações Dividendos e Fundos de Ações PIBB;
- Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 20.000,00, sendo nos fundos de Ações Petrobrás e Vale do Rio Doce, R\$ 7.000,00 em cada um, R\$ 5.000,00 no Fundo de Ações Banco e R\$ 500,00 em cada um dos demais, Ações Dividendos e Ações PIBB;
- Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

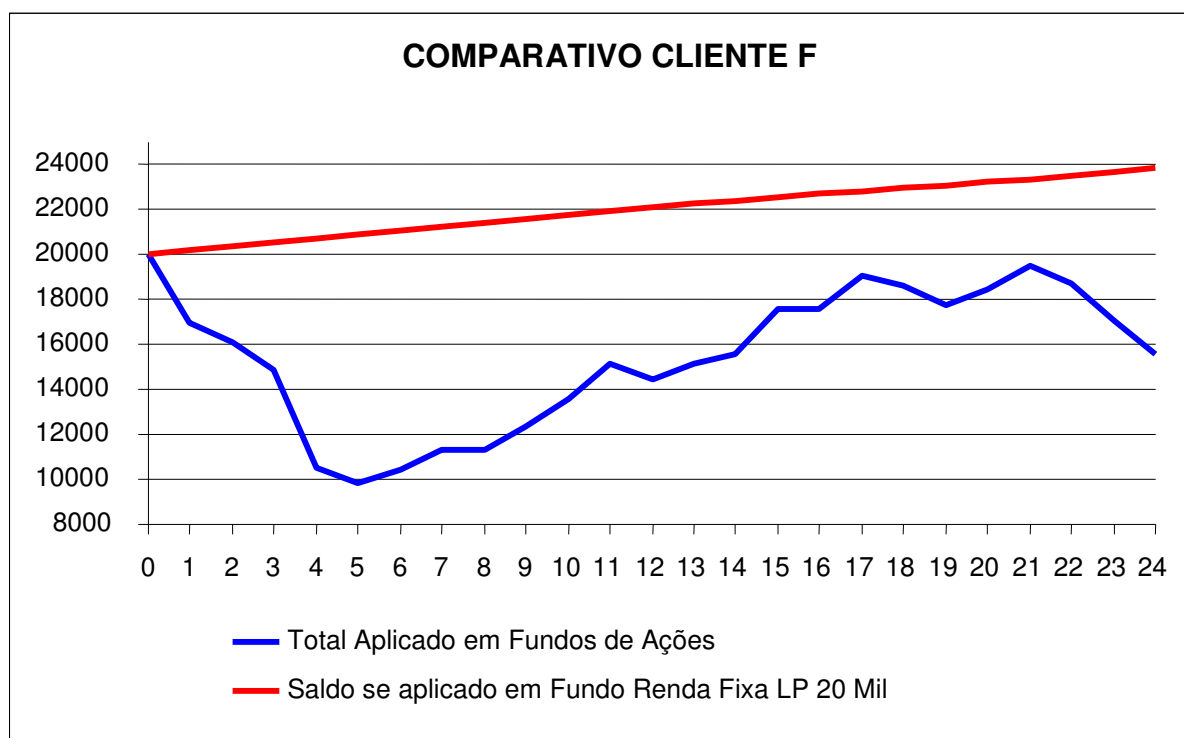


Gráfico 6 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo RF LP 20 Mil e Fundos de Ações, do cliente F

Fonte: Dados da Pesquisa

O gráfico 6 apresenta um comparativo entre o resultado obtido pelo cliente F devido à aplicação realizada, no valor de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) em uma carteira composta por 5 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado no Fundo Renda Fixa LP 20 Mil. Os valores apresentados referem-se à rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações. O período analisado inicia em 01/07/2008, no entanto, a aplicação foi realizada em data anterior, em 05/06/2008, apresentando uma pequena valorização até o início do período da análise, sendo que esta valorização foi desprezada, apresentando a partir do início do período pesquisado desvalorização na rentabilidade nos fundos de ações.

A aplicação realizada pelo cliente F resultou num prejuízo ao mesmo de 22,05% na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado o valor de R\$ 20.000,00 em 05/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 15.590,00, sendo que, aplicando o mesmo valor, durante o mesmo período no Fundo Renda Fixa LP 20 Mil, obteria um resultado positivo de 19,17%, com um ganho de R\$ 3.834,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 23.834,00. A diferença de resultado acumulado ao final do período foi de, aproximadamente, 34,59%, ou um valor de R\$ 8.244,00.

3.2.3.3 Amostra Cliente G – comparativo entre Fundo RF Bônus LP x Fundos de Ações

Os dados da amostra do cliente G referem-se ao comparativo entre a aplicação, realizada pelo mesmo, em uma carteira composta por 5 fundos de ações e o Fundo Renda Fixa Bônus LP, o qual o cliente possuía valor aplicado antes do período analisado, resgatou uma parte do valor e o aplicou em fundos de ações:

- Valor disponível aplicado no Fundo Renda Fixa Bônus LP: R\$ 81.627,70;
- Valor resgatado do Fundo CP RF 5Mil: R\$ 15.000,00;
- Data da movimentação: 23/06/2010;
- Composição da carteira de fundos: Fundo de Ações Banco, Fundo de Ações Petrobrás, Fundo de Ações Vale do Rio Doce, Fundo de Ações Ibovespa Indexado e Fundo de Ações Energia;

- Valor aplicado nos fundos de ações: R\$ 15.000,00, sendo nos fundos de Ações Petrobrás e Vale do Rio Doce, R\$ 5.000,00 em cada um, R\$ 3.000,00 nos fundos de Ações Banco e R\$ 1.000,00 em cada um dos demais fundos, Ibovespa Indexado e Energia;
- Período analisado: 01/07/2008 a 30/06/2010.

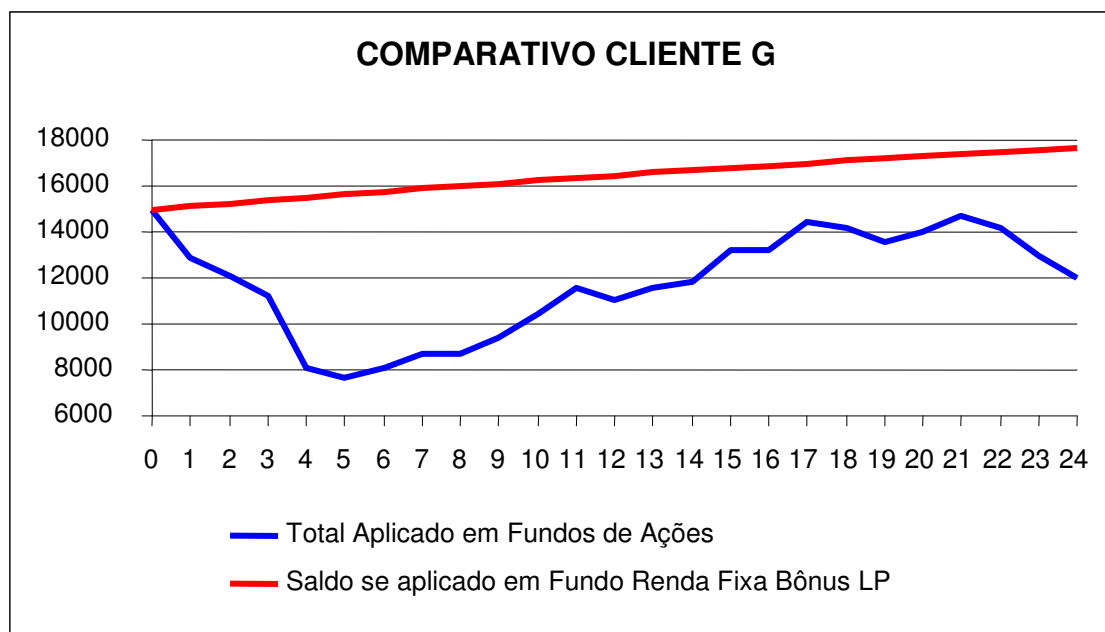


Gráfico 7 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo RF Bônus LP e Fundos de Ações, do cliente G

Fonte: Dados da Pesquisa

Os dados apresentados no gráfico 7, proporcionam identificar o resultado obtido pelo cliente G, pela aplicação do valor de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), numa carteira composta por 5 fundos de ações e o resultado que teria obtido caso mantivesse o valor aplicado no Fundo Renda Fixa Bônus LP. Os valores apresentados referem-se à rentabilidade bruta, sem dedução de imposto de renda, descontado do rendimento de ambas as aplicações. O período analisado inicia em 01/07/2008, sendo que, a aplicação foi realizada em data anterior, em 23/06/2008, apresentando uma pequena valorização até o início do período da análise e iniciando, a partir da data inicial da pesquisa, desvalorização dos fundos de ações.

O cliente G obteve um resultado negativo de 20,05% em sua aplicação na carteira de fundos de ações, chegando ao final do período, após ter aplicado um valor de R\$ 15.000,00 em 23/06/2008, com um saldo acumulado de R\$ 11.992,00, sendo que, aplicando o mesmo valor, durante o mesmo período no Fundo Renda Fixa Bônus LP, atingiria um resultado positivo de 17,79%, com um ganho de R\$

2.688,00, chegando, ao final do período com um saldo acumulado de R\$ 17.688,00, o que significa uma diferença no saldo final acumulado de 32,20%, ou um valor de R\$ 5.696,00.

3.3 ANÁLISE DAS AMOSTRAS

As amostras acima, representadas pelos gráficos 1 a 7, servem para identificar os resultados obtidos por clientes que optaram em resgatar parte de seus recursos financeiros, de fundos de renda fixa e CDB DI, para aplicá-los em fundos de renda variável, fundos de ações. Foram relatadas 7 amostras, sendo utilizadas 3 amostras comparativas entre fundos de curto prazo e fundos de ações, 3 amostras comparativas entre fundos de longo prazo e fundo de ações e 1 amostra comparativa entre aplicação em CDB DI e fundos de ações, visando identificar os resultados obtidos pelos investidores.

Em todas as amostras, os investidores tiveram prejuízo em suas aplicações em renda variável. Em determinados momentos, os fundos de ações, devido a oscilações de rentabilidade, tiveram resultados positivos mas, em nenhum momento, recuperaram as perdas ocorridas anteriormente. Apesar disso, nenhum dos investidores se dispôs a resgatar os valores aplicados e buscar outra forma de ganho, esta atitude demonstra uma possível consonância com a teoria do “Medo do Arrependimento”, onde, segundo Barber e Odean (1999) os investidores procuram manter em carteira os ativos com desempenho ruim, ou mesmo segundo Shiller (1999), onde os investidores não vendem suas ações com baixo desempenho, não assumem seu erro, evitando assim o arrependimento de ter errado. Também os investidores, mesmo sabendo que investimentos passados não podem mais ser modificados, portanto não devem afetar novas decisões de investimento, acreditam, segundo Rappaport e Mauboussin (2001), que os custos já incorridos são irrelevantes para decisões atuais, mas, geralmente, não conseguem separá-los, o que corrobora na decisão de manter a aplicação acreditando que é possível reverter as perdas passadas, no futuro.

3.4 COMPARATIVOS DE QUANTIDADE DE INVESTIDORES E VOLUMES APLICADOS

3.4.1 Amostra de quantidade de investidores

O gráfico 8, abaixo, apresenta informações relacionadas à quantidade de clientes que aplicaram em cada fundo de ações analisado:

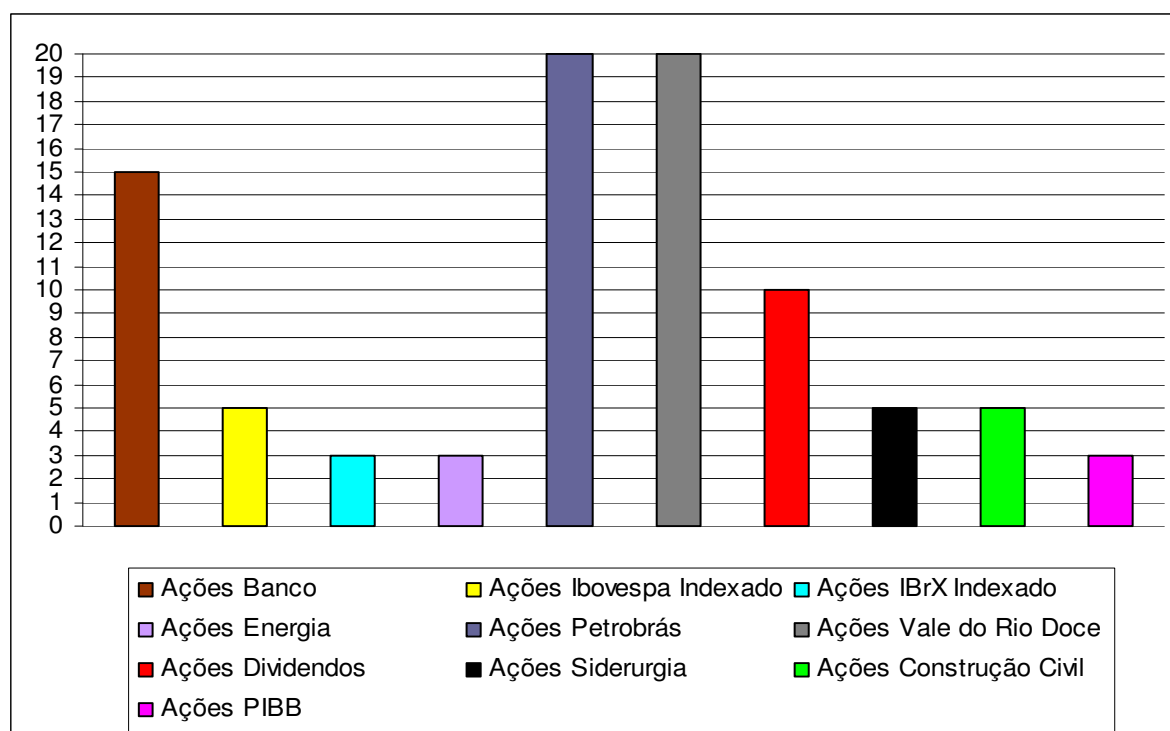


Gráfico 8 – Relação da quantidade de clientes que aplicaram em cada fundo de ações analisado

Fonte: Dados da Pesquisa

Através dos dados apresentados no gráfico 8, é possível identificar que 100,0 % dos clientes da amostra efetuaram aplicações nos fundos de Ações Petrobrás e Vale do Rio Doce, visto que, anteriormente ao período analisado, estas apresentavam os maiores crescimentos de rentabilidade, tendo este parâmetro influenciado na decisão dos clientes. Um número expressivo de clientes, 75,0% da amostra, efetuou aplicação no fundo de Ações Banco, sendo que esta aplicação, antes do período da análise, também apresentava rentabilidade crescente, porém inferior às anteriores. Já as demais aplicações, por não apresentarem históricos passados de rentabilidade semelhantes às anteriores, tiveram quantidades menores de aplicadores.

A amostra do gráfico 8 serve para identificar a ação dos investidores que sofreram influências de informações favoráveis do mercado, onde, suas decisões foram tomadas baseadas nestas informações, proporcionando uma consonância com a “Lei dos Pequenos Números” que, para Brabazon (2000), afeta os mercados financeiros, fazendo com que os investidores busquem ações com bom desempenho e evitem as ações com baixa performance no passado recente, o que justifica o grande número de investidores aplicarem nos fundos com maior rentabilidade no período anterior. Também o conceito de “aversão à ambigüidade” é perceptível na atitude dos investidores, visto que, para Fox e Tversky (1998) as pessoas preferem apostar naquilo que conhecem a apostar em eventos de probabilidade totalmente desconhecida, justificando a atitude de aplicar nos fundos de ações Petrobrás, Vale do Rio Doce e do Banco, visto que estas empresas já possuíam um grande conceito firmado perante o mercado.

3.4.2 Amostra de volumes aplicados

O gráfico 9, abaixo, apresenta um comparativo entre os valores, aplicados pelos clientes, nos fundos de ações:

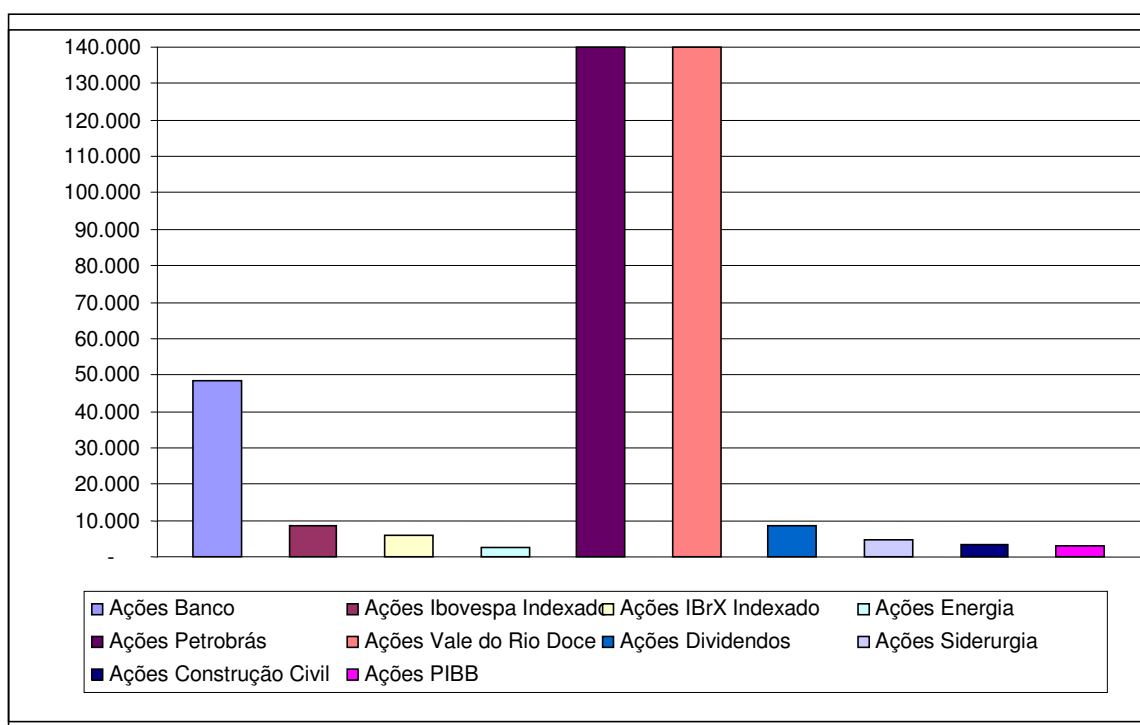


Gráfico 9 – Comparativo entre os valores totais aplicados, pelos clientes da amostra, nos fundos de ações analisados

Fonte: Dados da Pesquisa

Através das informações do gráfico 5, é possível identificar que os maiores volumes aplicados foram nos fundos de ações que, anteriormente ao período analisado, apresentavam os maiores índices de rentabilidade, além de serem de empresas conhecidas pelos investidores, enquanto que os fundos de ações com um histórico de rentabilidade mais baixa ou de empresas não conhecidas, tiveram menores volumes aplicados, remetendo a análise da atitude dos investidores, também ao conceito de “aversão à ambigüidade” de Fox e Tversky (1998).

3.5 ANÁLISE COMPORTAMENTAL

Durante o ano de 2007 o principal indicador do mercado financeiro o Índice Bovespa, medido em pontos, oscilou entre 40.000 e 55.000 pontos durante o primeiro semestre do ano, iniciando, a partir do segundo semestre uma escalada de crescimento, ultrapassando 60.000 pontos ao final do mês de setembro, ultrapassando os 70.000 no mês de maio de 2008. A partir daquele momento numa euforia do mercado financeiro, investidores com perfil conservador, aplicadores em fundos de renda fixa, poupança ou CDB, passam a buscar na renda variável a possibilidade de maiores ganhos, visto do crescente histórico de crescimento do Índice Bovespa.

3.5.1 Análise dos Dados

Os dados apresentados servem para identificar a atitude dos investidores frente a um ambiente econômico favorável a investimentos de risco. Nos meses que antecederam o período da pesquisa, a valorização do Índice Bovespa, vinha apresentando crescimento constante, assim como todas as aplicações de renda variável, o que contribui para a atitude dos investidores de direcionarem recursos para este tipo de aplicação.

Analisando os dados, é perceptível que, ao tomarem a atitude de mudarem a aplicação de parte de seus recursos financeiros disponíveis, os clientes buscaram nas aplicações de renda variável uma perspectiva de maiores ganhos, assumindo, ao mesmo tempo, maiores riscos. Segundo a teoria da “Lei dos Pequenos Números”, de Tversky e Kahneman (1971), os investidores acreditam que é possível

obter resultados significativos em pequenas amostras, sendo esta uma possível contribuição para a decisão dos investidores.

Também é possível identificar aspectos comportamentais na decisão dos investidores em aplicar seus recursos, numa conexão com os estudos empíricos citados por Milanez (2004) onde:

“I. Investidores dão valor exagerado às boas notícias sobre empresas cujas ações tiveram bom desempenho em passado recente e ignoram boas informações sobre as de desempenho recente ruim (De Bondt e Thaler, 1985)”; o que corrobora a atitude dos investidores em aplicar seus recursos nos fundos que, anteriormente ao período, apresentavam melhores rentabilidades.

“II. Investidores nos mercados financeiros tendem a não aceitar perdas (*loss aversion*), relutando a se desfazer de posições em que tenham prejuízo, enquanto liquidam rapidamente posições vencedoras (Ferris et all, 1988).” Na amostra pesquisada, nenhum dos clientes resgatou os valores aplicados em fundos de ações, visto que, nenhum dos fundos apresentou ganho ao final do período pesquisado, o que colabora com a afirmação desta citação.

Outra possível influência na decisão dos investidores é a atitude de apoiarem-se em ações de outros, buscando resultados semelhantes, pondo em prática decisões semelhantes quase simultaneamente, o que, conforme Brando (2008), caracteriza o “efeito manada”.

Além disso, a atitude dos investidores em não resgatar os valores aplicados, após estes se desvalorizarem, revela o aspecto do “arrependimento”, onde, segundo Shiller (1999) o investidor “não assume seu erro, evitando assim o arrependimento de ter errado”. E mesmo, ao analisar os resultados obtidos nos fundos de ações e compará-los aos de outras aplicações, se demonstra o conceito de arrependimento de Wakshull (2001), em que, segundo ele, “o arrependimento é como uma frustração por ter feito um investimento com retorno inferior ao esperado ou por ter deixado de investir em um negócio com resultado positivo.”

Desta forma, analisando a atitude dos investidores nesta pesquisa, através dos resultados obtidos, é possível identificar diversos aspectos comportamentais, ratificando os estudos realizados.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo das finanças comportamentais vem crescendo a cada dia, assim como fatores que afetam o mercado financeiro mundial e, por consequência, o comportamento dos investidores neste mercado. O objetivo deste trabalho foi tentar entender a atitude dos investidores, frente a indicadores econômicos favoráveis, ou desfavoráveis, para a tomada de decisão na aplicação de recursos financeiros excedentes, de forma a proteger suas reservas de desvalorizações, crises econômicas ou inflação.

O cenário econômico, anterior ao período da pesquisa, se demonstrava favorável a investimentos em aplicações de renda variável, como ações, fundos de ações ou fundos multimercado, visto que estes vinham apresentando grandes crescimentos de rentabilidade e, desta forma, diversos investidores buscaram em aplicações de renda variável obter estes maiores ganhos financeiros, assumindo também, desta forma, maiores riscos. No entanto, surge uma crise de grande proporção, agravada pela crise imobiliária nos Estados Unidos da América, que afeta a economia mundial e, por consequência, os mercados financeiros, ocasionando falências de grandes corporações e queda acentuada nas principais bolsas de valores do planeta, ocasionando grandes perdas financeiras para investidores.

Os investidores que, antes viram indicadores favoráveis, iniciada a crise, vêem seus investimentos diminuir ao invés de aumentarem, têm prejuízos ao invés de lucro.

Os dados obtidos através da amostra da pesquisa, servem para identificar a ação e reação dos investidores frente a um ambiente que, em um momento é propício a uma decisão e, em outro, se vêem sem condições de avaliar qual a melhor decisão a ser tomada, se agem de forma a evitar maiores perdas, ou esperam que o quadro negativo seja revertido, neste caso todos escolheram a segunda opção.

Os resultados apresentados proporcionam uma análise da ação e do comportamento dos indivíduos frente a oportunidades, no entanto, acontecimentos passados não refletem acontecimentos futuros, fato este ocorrido nesta análise, o ganho passado devido ao crescimento de rentabilidade dos fundos de ações não continuou, ocasionando grandes perdas aos investidores.

Ao identificar os resultados obtidos pelos investidores, percebe-se que, naquele momento, tomaram suas decisões avaliando históricos passados, numa perspectiva de que os resultados futuros fossem influenciados pelos passados, o que não ocorreu, sendo os resultados influenciados por fatores externos, fatores estes que não foram analisados no momento da decisão.

Na pesquisa realizada, todos os 20 investidores, ou seja, em 100,0% das amostras, ocorreram perdas financeiras na decisão de transferir parte dos recursos disponíveis em fundos de renda fixa para fundos de renda variável. Num volume total inicial, aplicado nos fundos de ações pelos investidores, no valor de R\$ 365.000,00, ao final do período, o saldo total acumulado foi de R\$ 274.102,00, numa perda de, aproximadamente, 24,90%, ou R\$ 90.898,00, sendo que, se mantivessem os valores nas aplicações anteriores, teriam alcançado um resultado final de R\$ 429.957,00, ou 17,80% de ganho, o que resulta numa diferença de R\$ 155.855,00, variação de 36,25%, ou seja, ao final do período os investidores tiveram um prejuízo de 36,25% na transferência de parte de seus recursos financeiros aplicados em fundos de renda fixa para fundos de ações.

Apesar de, ao final do período, alguns fundos de ações apresentarem rentabilidade acumulada positiva, devido aos investidores optarem por formar carteiras, com 3, 4 ou 5 fundos, e também por investirem valores maiores nas aplicações que tiveram maiores perdas acumuladas no período, nenhum deles conseguiu reverter suas perdas.

Desta forma, avaliar todas as possibilidades, de forma a proteger-se de resultados inesperados, como os ocorridos, é fundamental, para que possam ser evitados ou minimizados os danos resultantes.

5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4ª Edição. São Paulo: Atlas 2001.

BARBER, Brad M.; ODEAN, Terrance. The Courage Of Misguided Convictions. **Financial Analyst Journal**, v. 55, p. 41-55, 1999.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. Rio de Janeiro: Campus, 1997. p. 390.

BRABAZON, Tony **Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?** Proceedings, COLL / EvoNet Summer School, University of Limerick, Set. 2000.

De BONDT, Werner; THALER, Richard. "Does the Stock Market Overreact?". **Journal of Finance**, XI (3), July, p. 793-808, 1985.

FERRIS, S. P.; HAUGEN, R. A.; MAKHIJA, D. "Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect.", **Journal of Finance**, 43 (3) , p. 677-697, 1988.

FULLER, Russell J. Behavioral Finance and the Sources of Alpha. Forthcoming, **Journal of Pension Plan Investing**, v. 2, n.3, 1998.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro – Produtos e Serviços**. 15ª Edição. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

FOX, Craig R.; TVERSKY, Amos. A Belief-Based Account of Decision Under Uncertainty. **Management Science**, v. 44, n. 7, p.879-895, 1998.

GILOVICH, Tom; GRIFFIN, Dale; KAHNEMAN, Daniel. **Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment**, Cambridge University Press, 2002. p. 874.

HISHLEIFER, David. "Investor Psychology and Asset Pricing", **Journal of Finance**, 56(4) August, p. 1533-1598, 2001.

IVKOVIĆ, Zoran; PEARSON, Neil D.; WEISBENNER, Scott. **The Disposition Effect and Households' Stock Trades: The Importance of Relative Performance and Dividends**. In SEMINAR SERIES ARCHIVES, UNIVERSITY OF ILLINOIS, Illinois, 2003.

KAHNEMAN, Daniel; KNETSCH, Jack L.; THALER, Richard H. Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 5, n. 1, p. 193-206, 1991.

KAHNEMAN, Daniel; RIEPE, Mark W. Aspects of Investor Psychology. **The Journal of Portfolio Management**, v. 24, n. 4, p. 52-65, 1998.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, p. 263-292, 1979.

KIMURA, Herbert. **Finanças comportamentais e o estudo de reações do mercado financeiro brasileiro**. 134 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

KIMURA, Herbert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **RAE-eletrônica**, São Paulo, SP, v. 2, n. 1, jan-jun/2003. Disponível em <<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1880&Secao=2ºPWC&Volume=2&Numero=1&Ano=2003>>. Acesso em 21 jul. 2010.

MILANEZ, Daniel Yabe. **Finanças Comportamentais no Brasil**. Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-09022004-130012>>. Acesso em 20 jul. 2010

RAPPAPORT, Alfred; MAUBOUSSIN, Michael J. **Pitfalls to Avoid**, 2001.

SAMUELSON, William; ZECKHAUSER, Richard J. Status Quo Bias in Decision-Making. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 1, p. 7-59, mar.1988.

SECURATO, José. R. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas. 1993. p. 244.

SHEFRIN, Hersh,; STATMAN, Meir. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. **Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 777-790, 1985.

SHILLER, Robert J. **Human Behavior and the Efficiency of the Financial System**. Handbook of Macroeconomics, v. 1, edited by J.B. Taylor and M. Woodford, 1999.

THALER, Richard. Toward a Positive Theory of Consumer Choice, **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 1, 39-60, 1980.

THALER, Richard H., MULLAINATHAN, Sendhil. 2000. "Behavioral Economics". National Bureau of Economic Research, Working Paper 7948.

TVERSKY, Amos.; KAHNEMAN, Daniel. **Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases**. *Science*, v. 185, p. 1124-1131, 1974.

VAN BOVEN, Leaf; LOEWENSTEIN, George; DUNNING, David. Mispredicting the endowment effect: Underestimation of owners' selling prices by buyer's agents. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 51, p. 351-365, 2003.

WAKSHULL, Michael N. The Causes of Risk Taking By Project Managers. In: **PROJECT MANAGEMENT INSTITUTE ANNUAL SEMINARS & SYMPOSIUM**, Nashville, Tenn., USA, 2001.

WEBER, M.; Camerer, C. The disposition effect in securities trading: an experimental analysis. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 33, p. 167-184, 1998.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene, F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Editora Makron, 2000. 1030 p.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

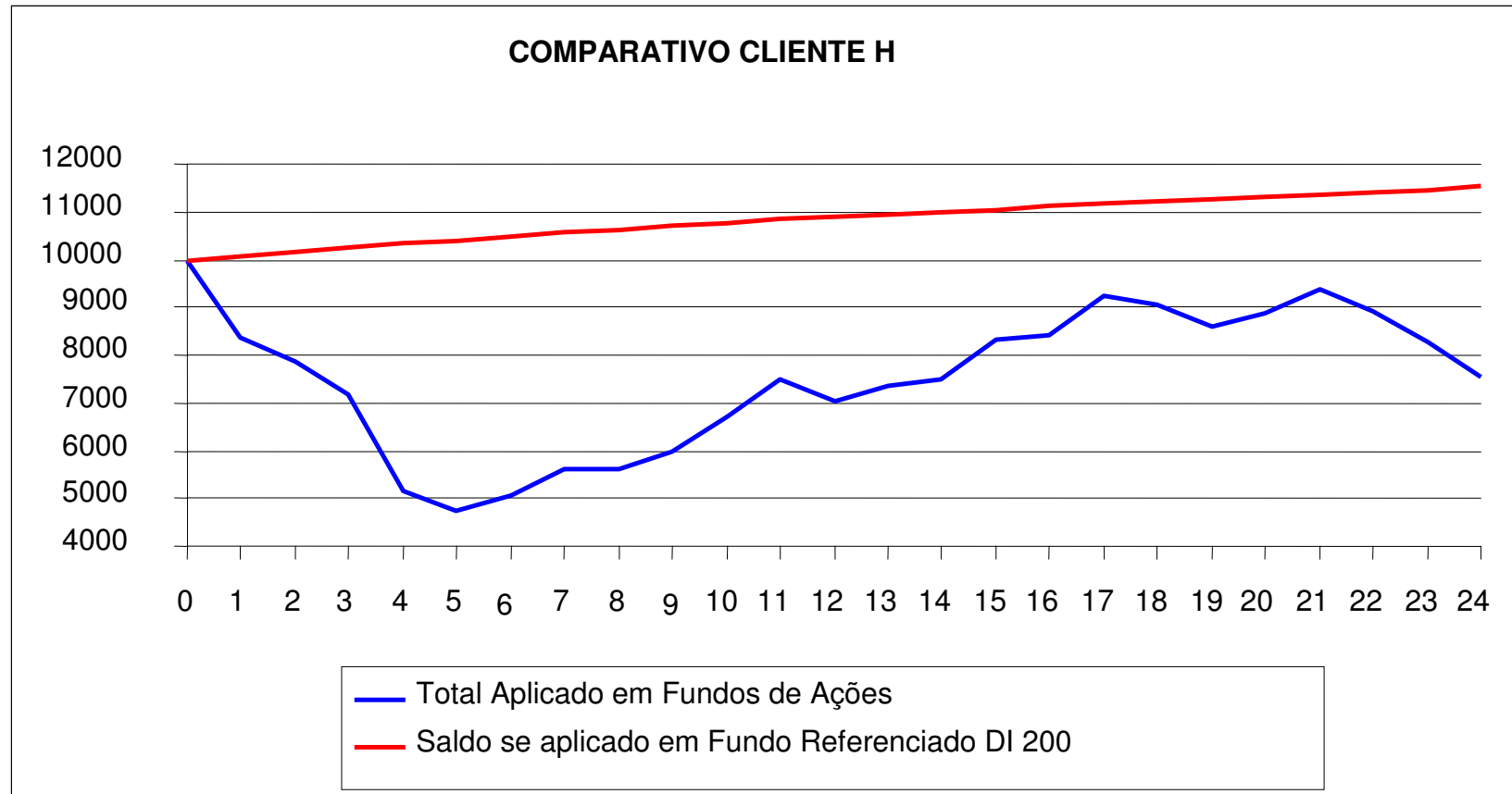
ANEXO A – COMPARATIVO CLIENTE H

Gráfico 10 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI 200 e Fundos de Ações, do cliente H

Fonte: Dados da Pesquisa

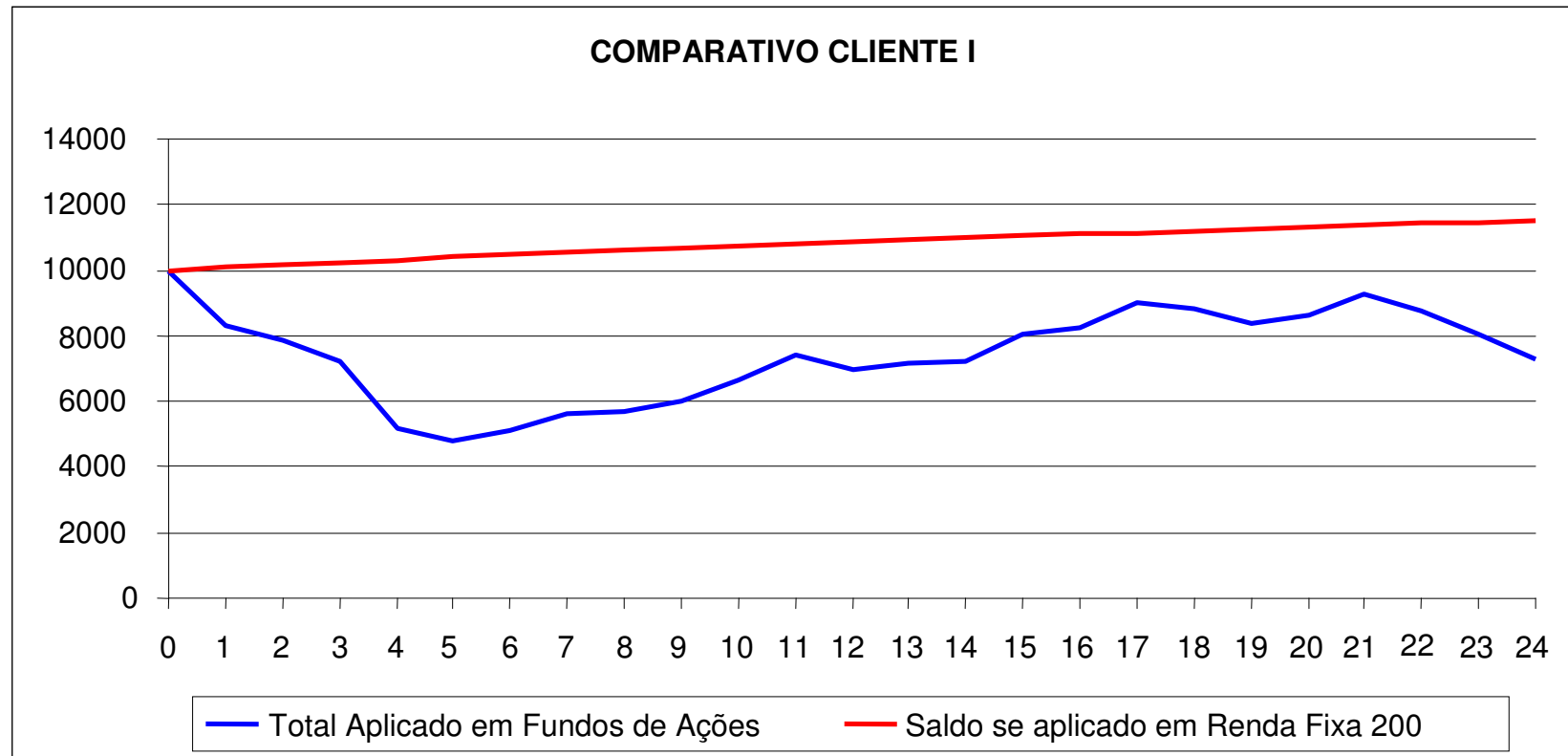
ANEXO B – COMPARATIVO CLIENTE I

Gráfico 11 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Renda Fixa 200 e Fundos de Ações, do cliente I

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO C – COMPARATIVO CLIENTE J

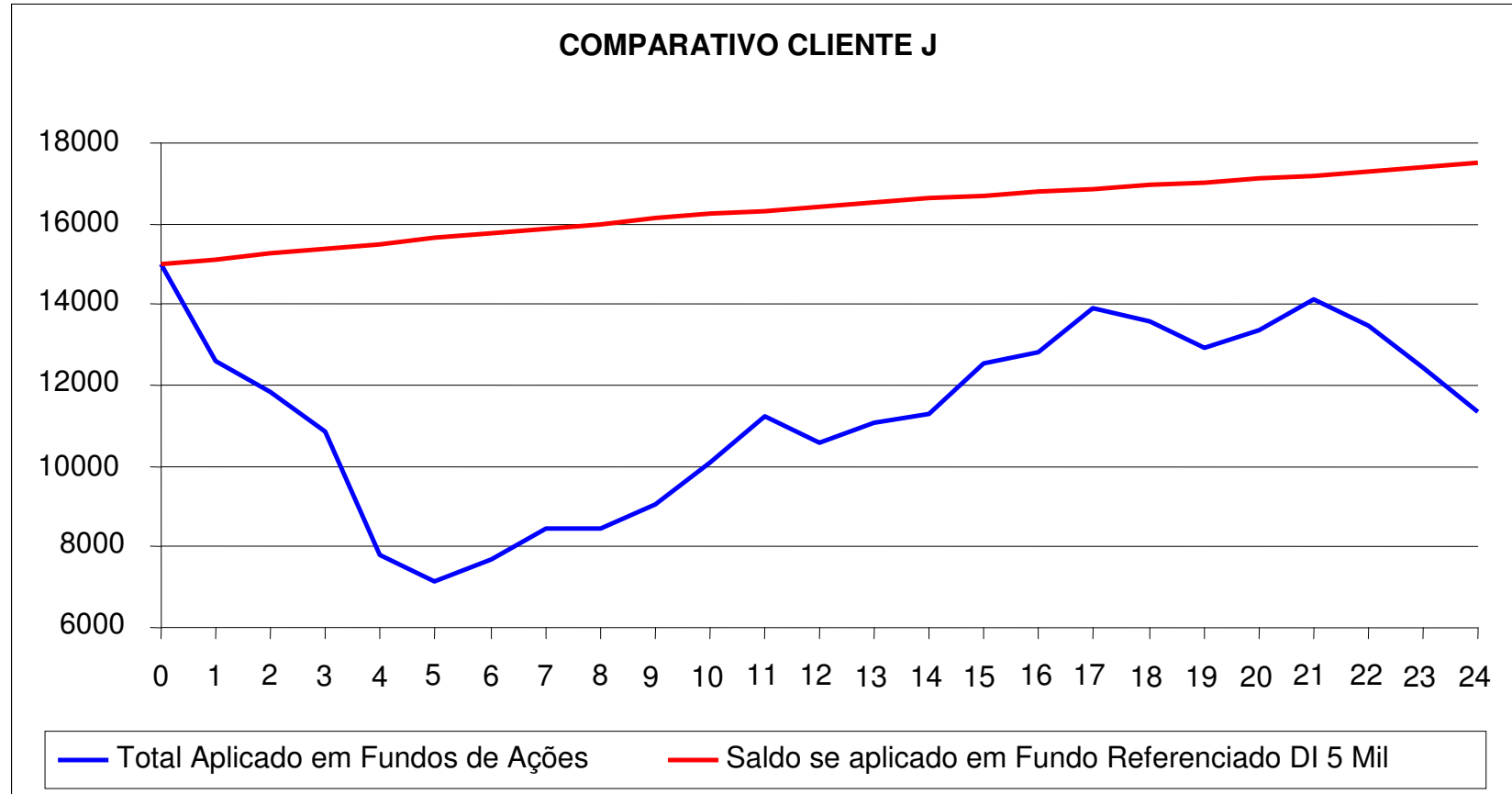


Gráfico 12 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI 5 Mil e Fundos de Ações, do cliente J

Fonte: Dados da Pesquisa

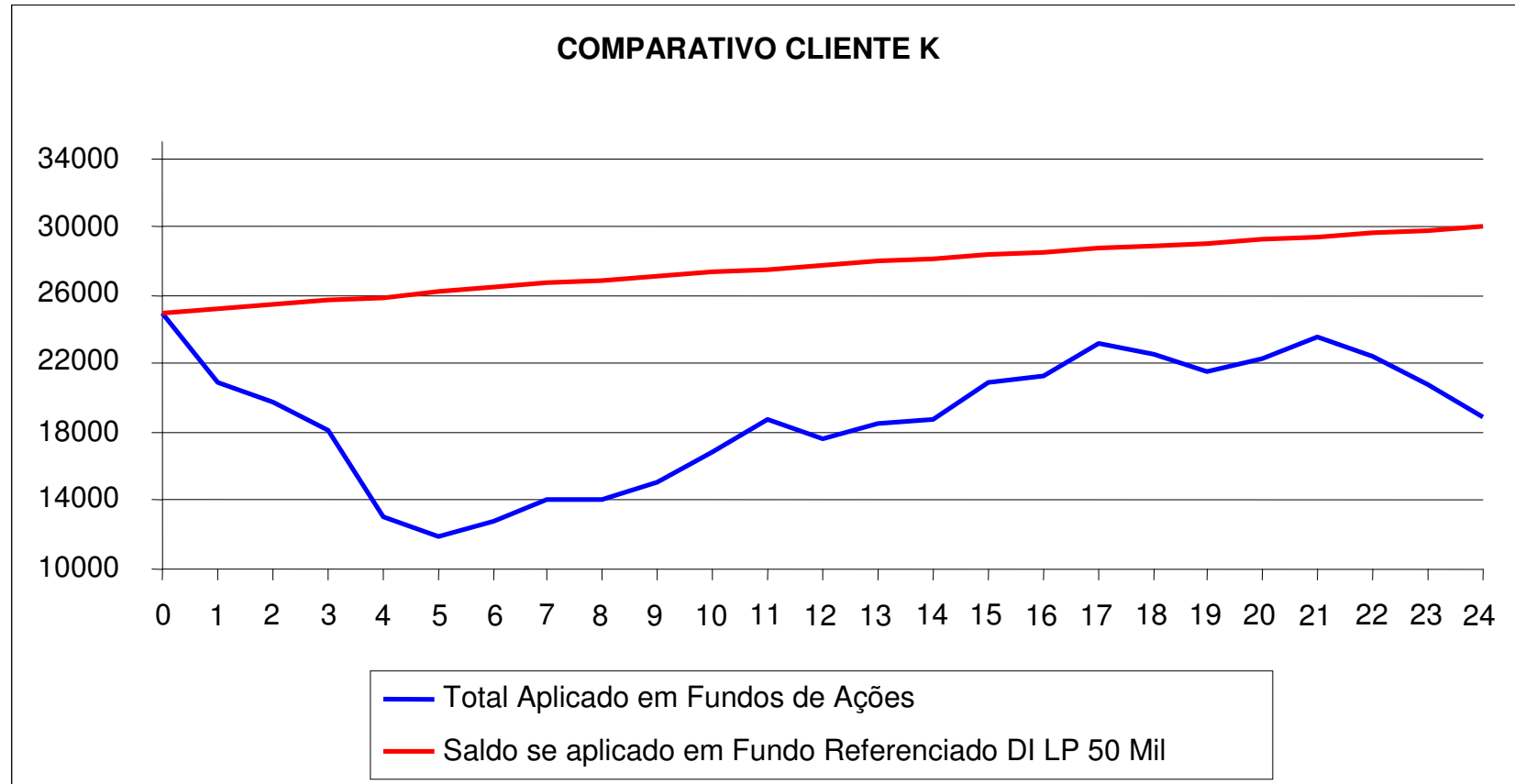
ANEXO D – COMPARATIVO CLIENTE K

Gráfico 13 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI LP 50 Mil e Fundos de Ações, do cliente K

Fonte: Dados da Pesquisa

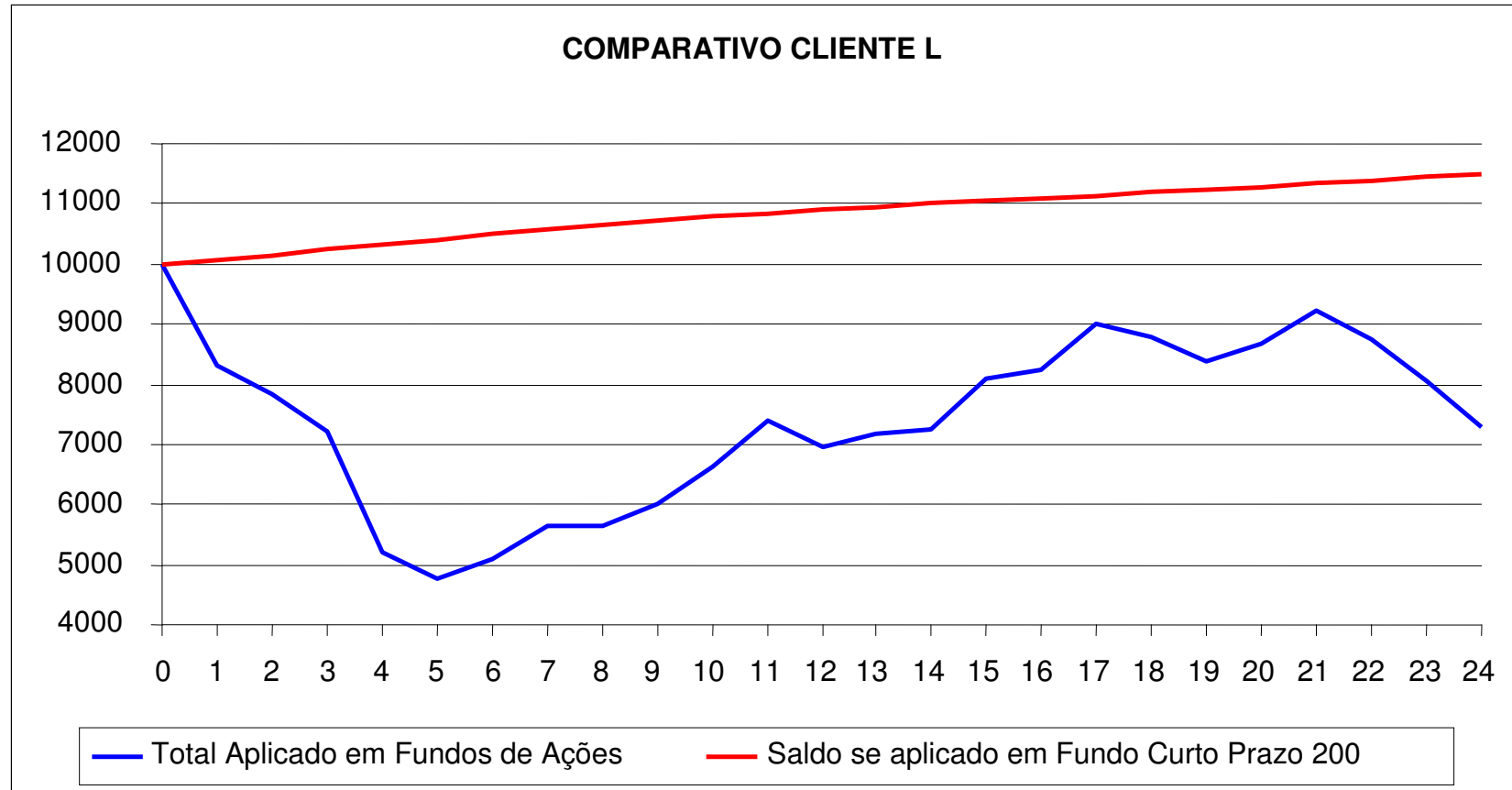
ANEXO E – COMPARATIVO CLIENTE L

Gráfico 14 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Curto Prazo 200 e Fundos de Ações, do cliente L

Fonte: Dados da Pesquisa

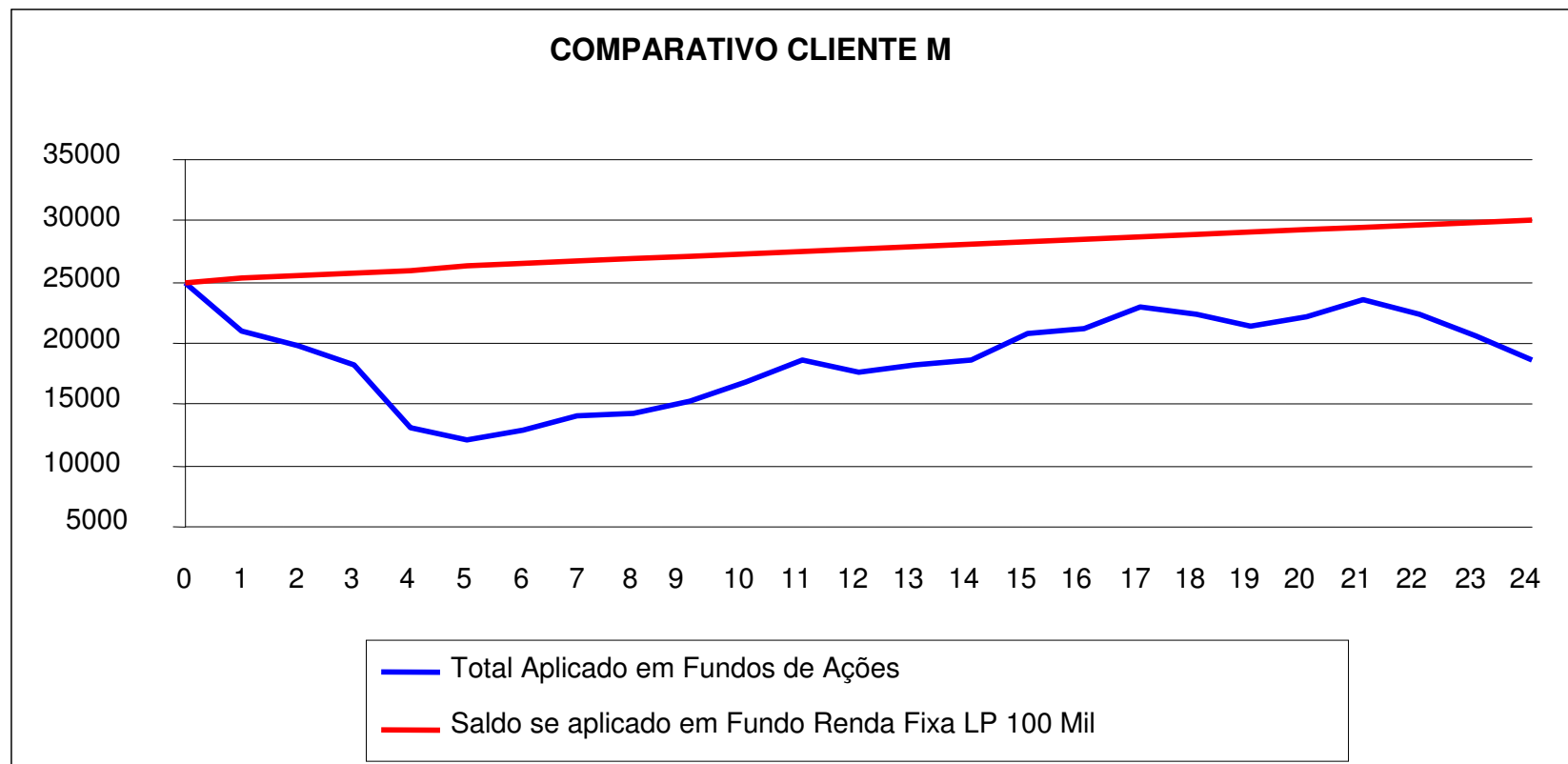
ANEXO F – COMPARATIVO CLIENTE M

Gráfico 15 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Renda Fixa LP 100 Mil e Fundos de Ações, do cliente M

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO G – COMPARATIVO CLIENTE N

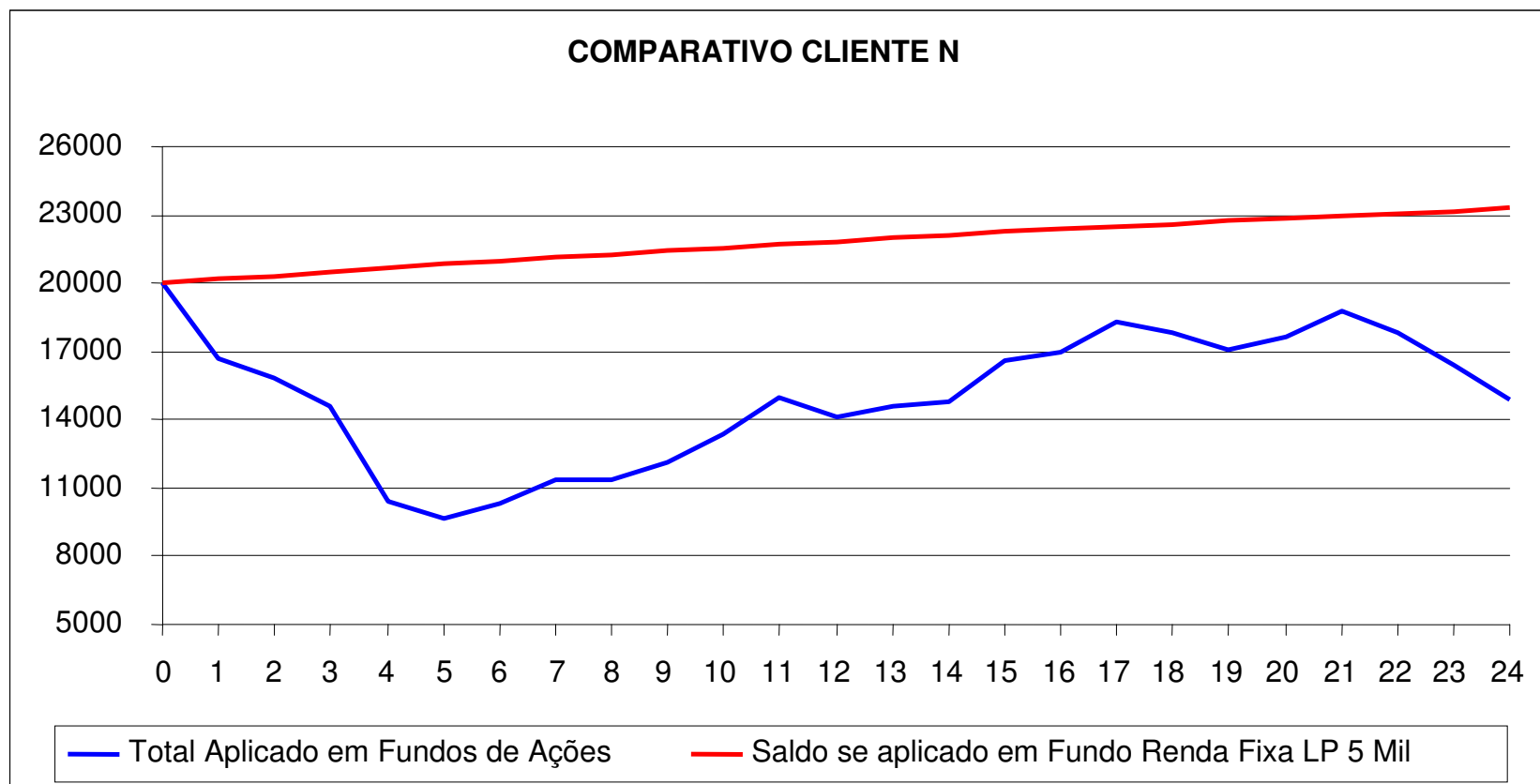


Gráfico 16 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Renda Fixa LP 5 Mil e Fundos de Ações, do cliente N

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO H – COMPARATIVO CLIENTE O

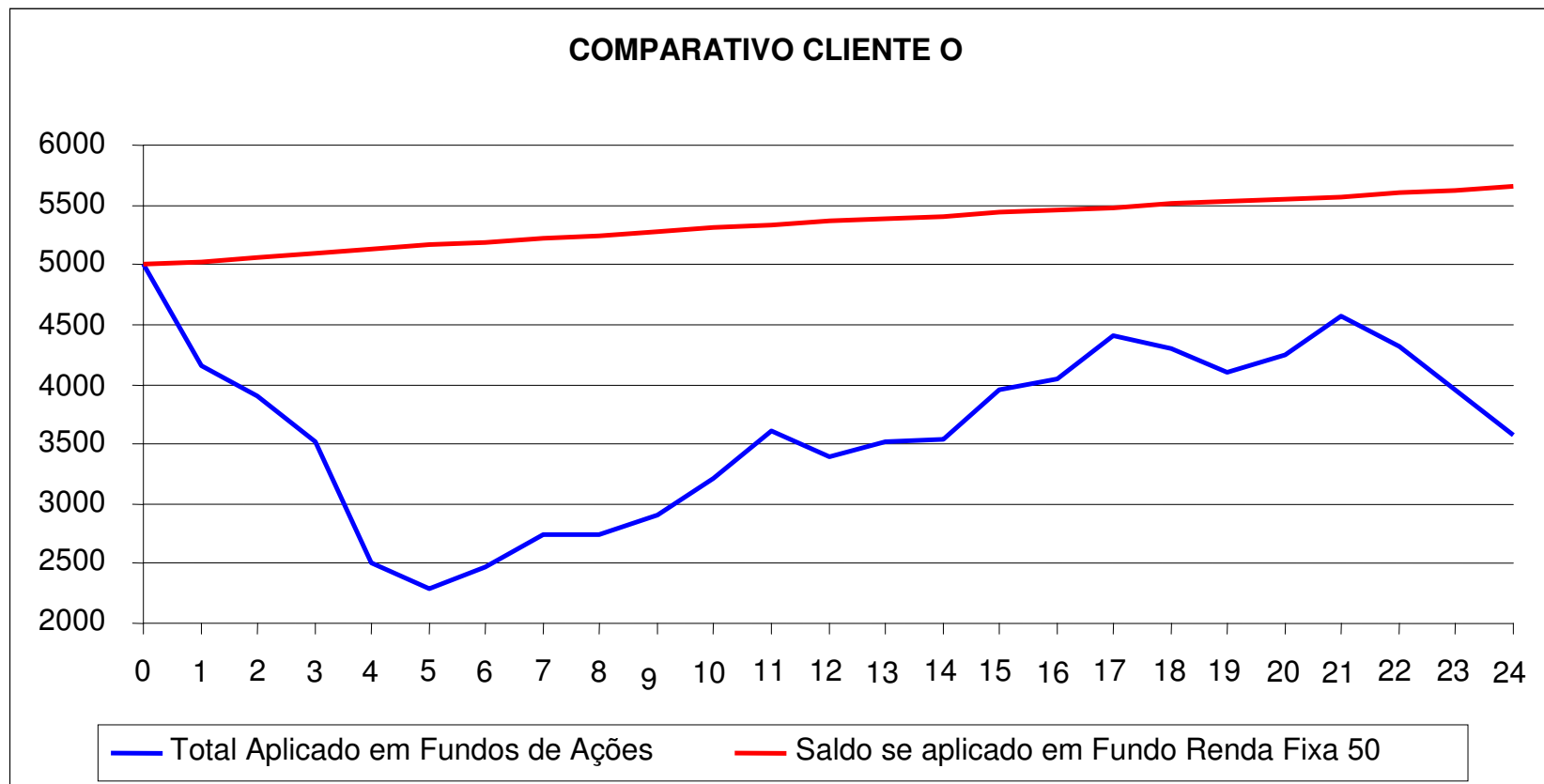


Gráfico 17 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Renda Fixa 50 e Fundos de Ações, do cliente O

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO I – COMPARATIVO CLIENTE P

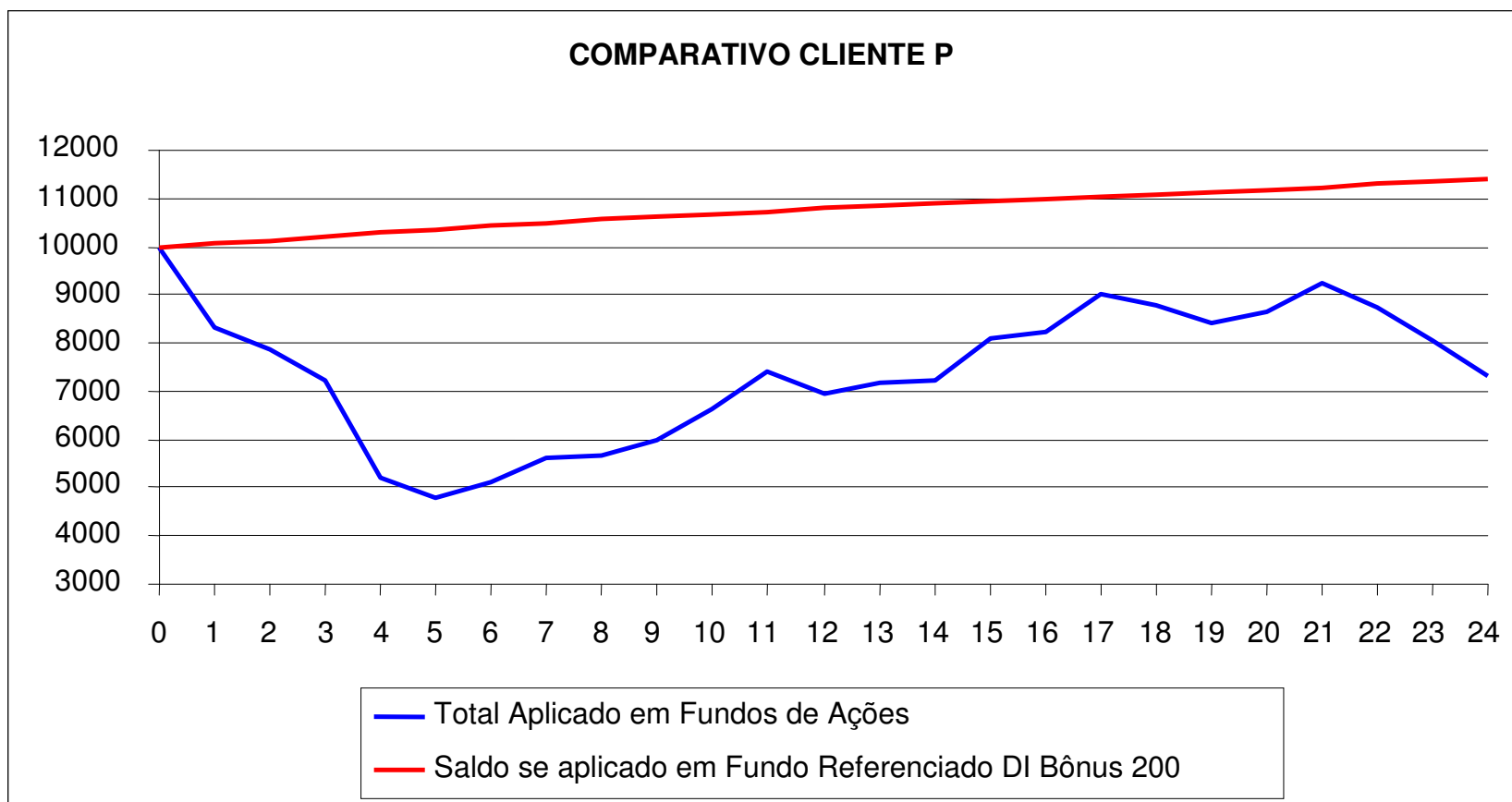


Gráfico 18 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI Bônus 200 e Fundos de Ações, do cliente P

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO J – COMPARATIVO CLIENTE Q

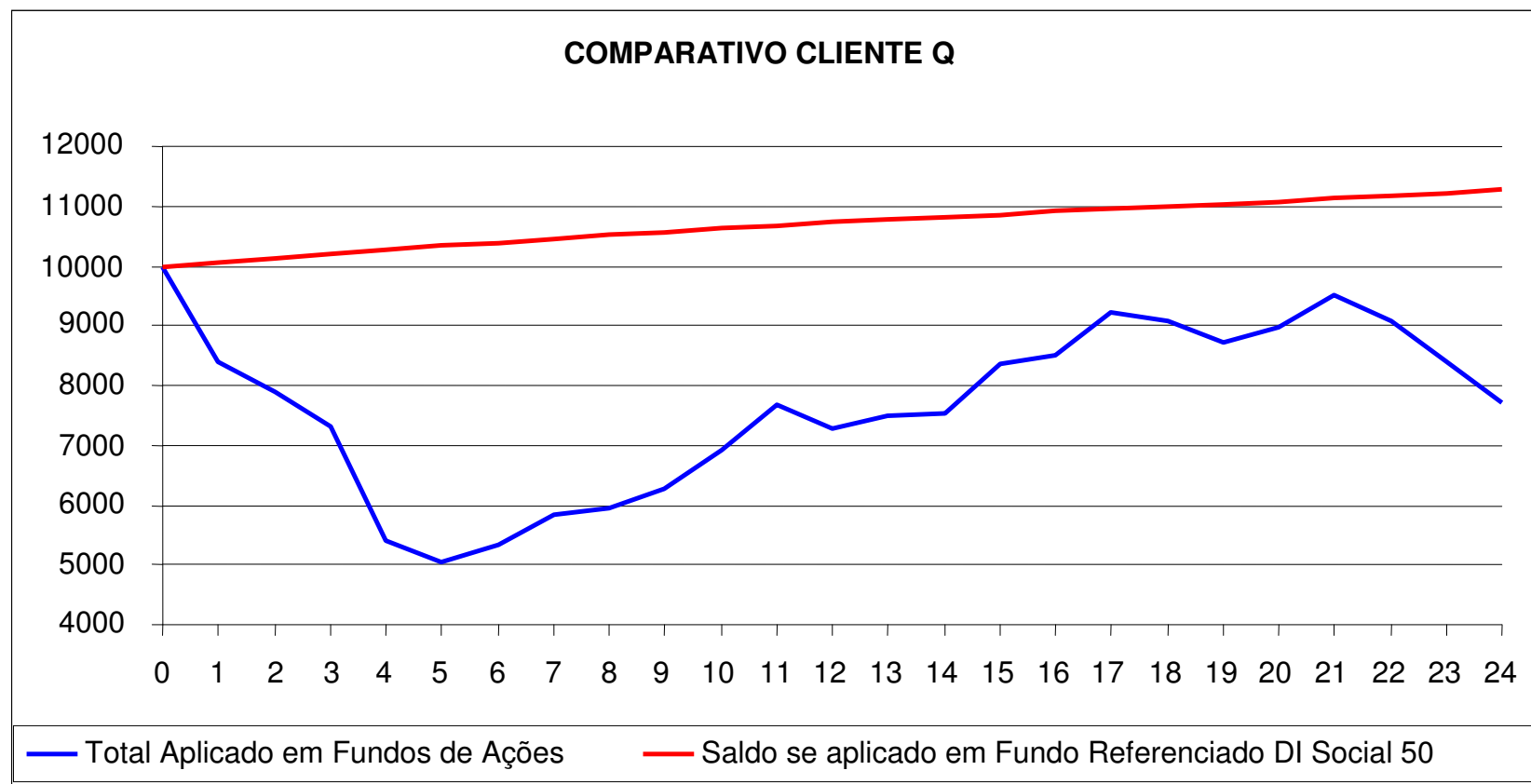


Gráfico 19 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI Social 50 e Fundos de Ações, do cliente Q

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO K – COMPARATIVO CLIENTE R

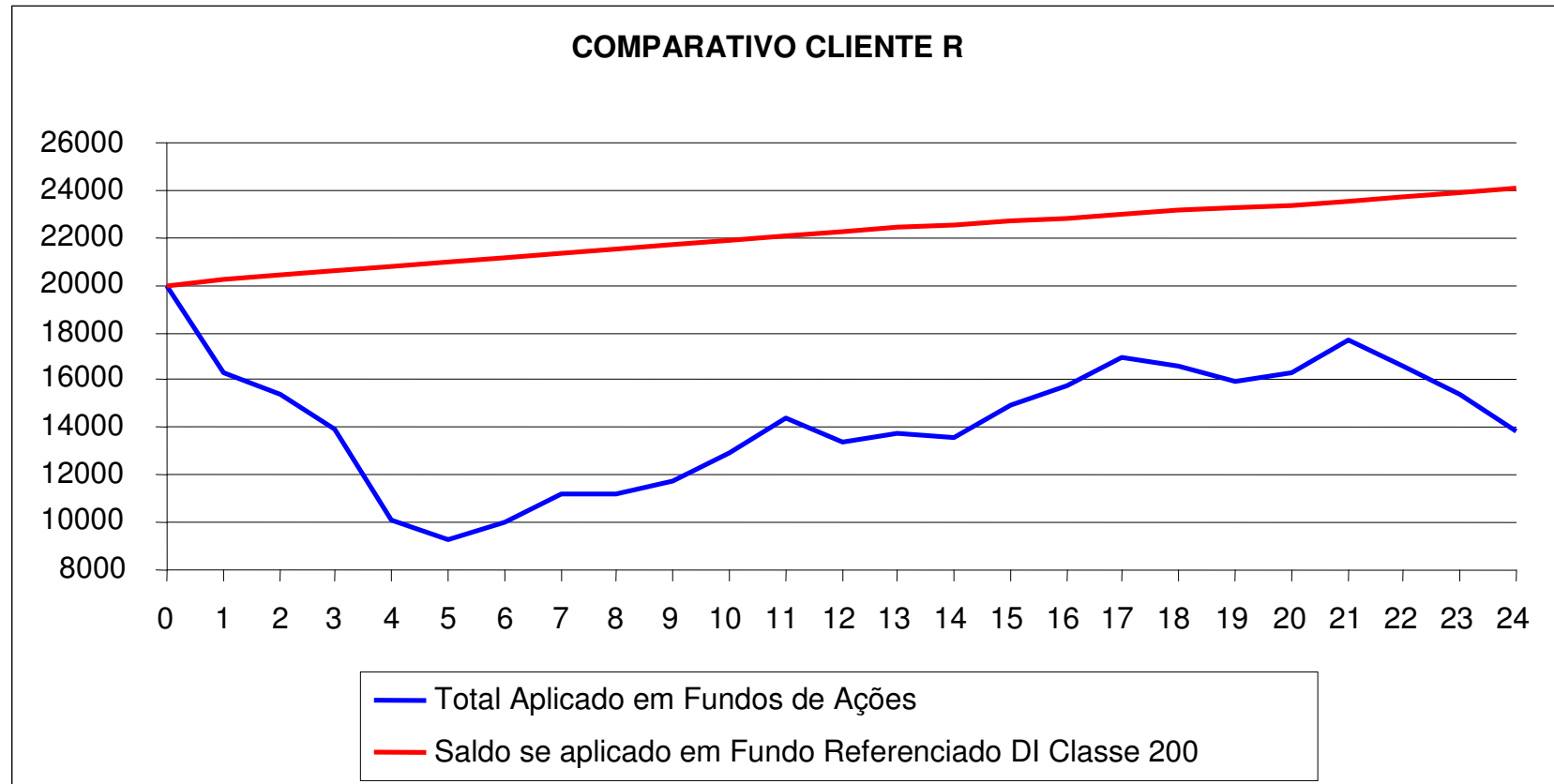


Gráfico 20 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI Classe 200 e Fundos de Ações, do cliente R

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO L – COMPARATIVO CLIENTE S

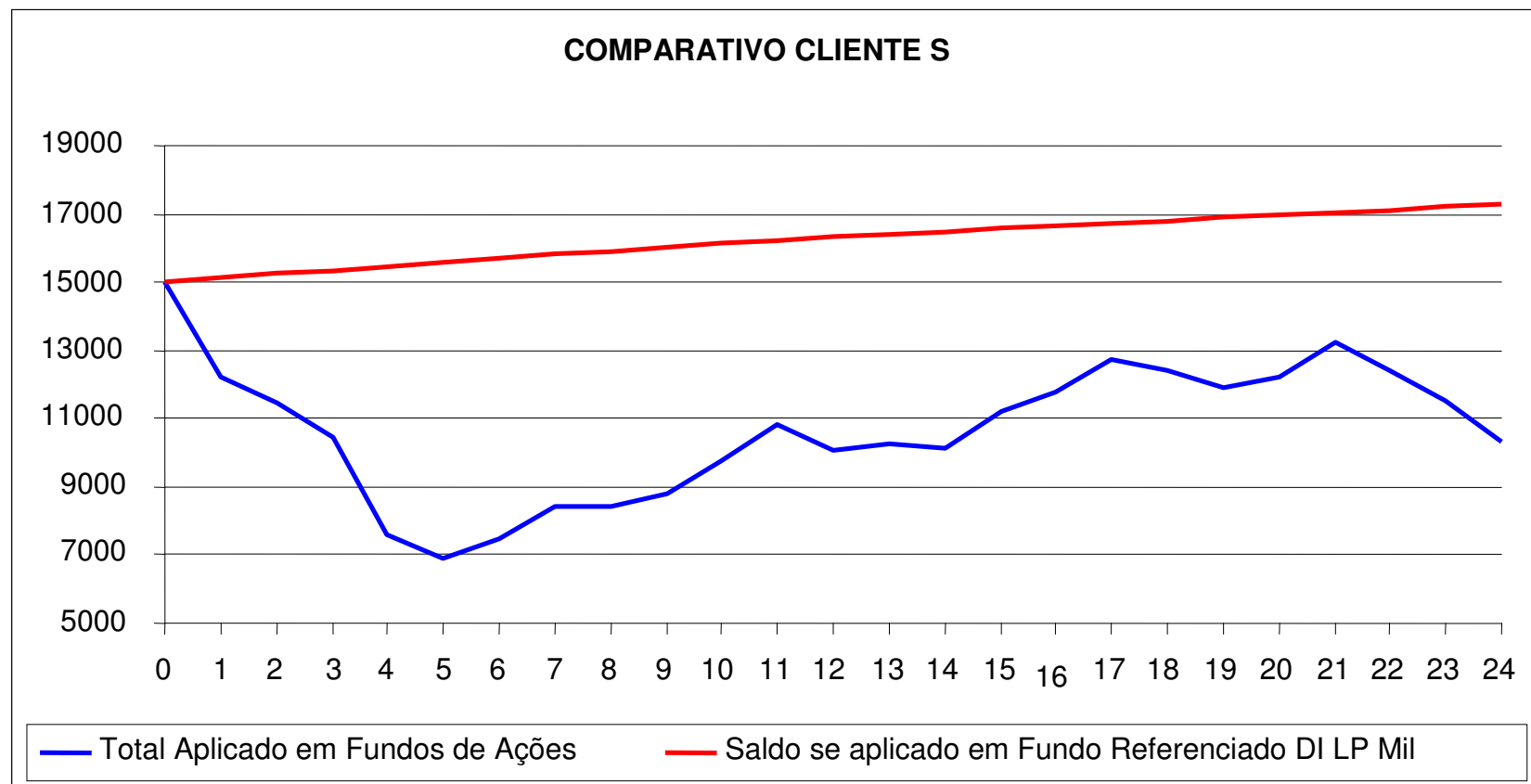


Gráfico 21 – Comparativo de resultado entre aplicação em Fundo Referenciado DI LP Mil e Fundos de Ações, do cliente S

Fonte: Dados da Pesquisa

ANEXO M – COMPARATIVO CLIENTE T

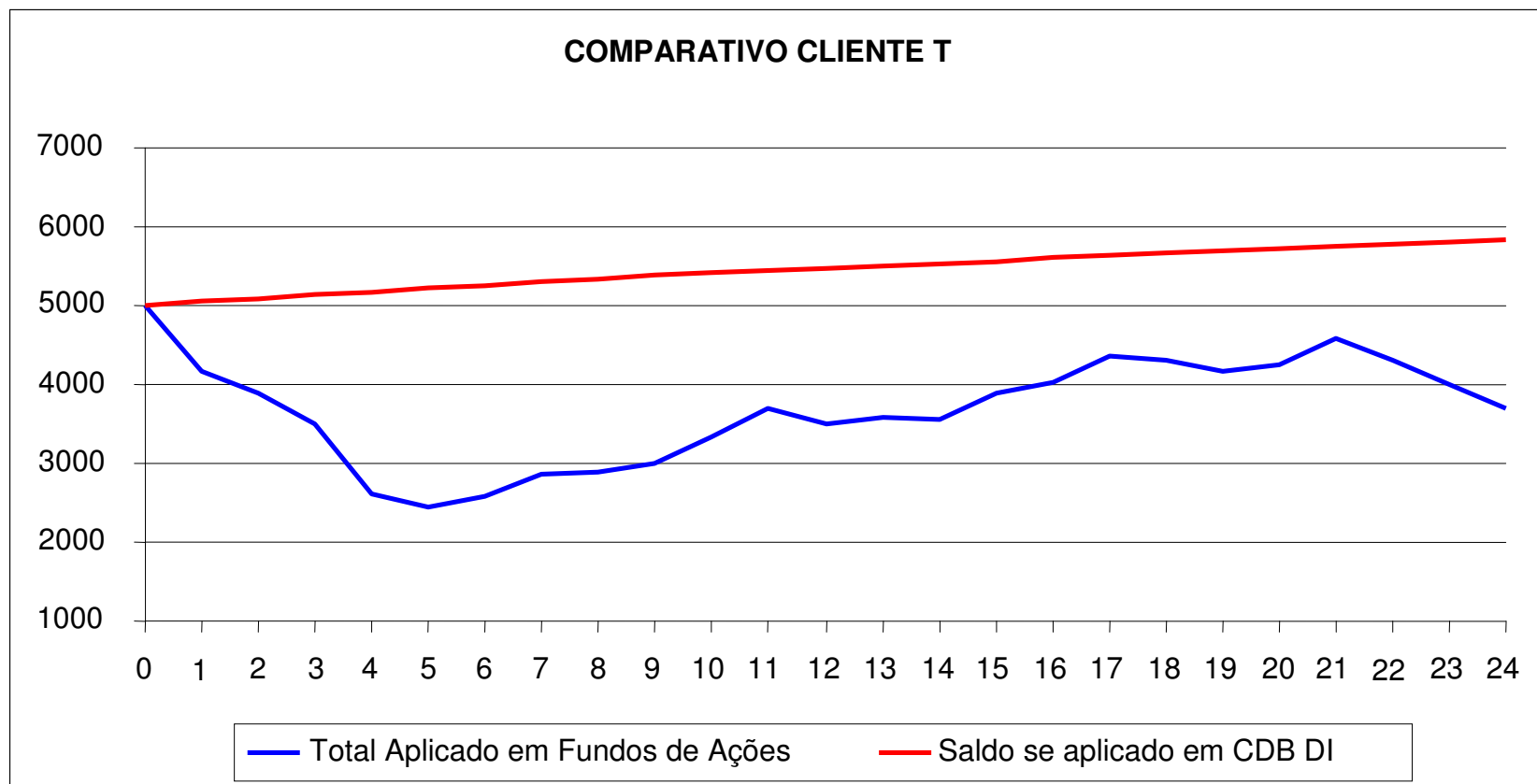


Gráfico 22 – Comparativo de resultado entre aplicação em CDB DI e Fundos de Ações, do cliente T

Fonte: Dados da Pesquisa