

Finanças Comportamentais: Relação entre o Capital Cultural do Investidor e o Retorno de suas Aplicações Financeiras

Autoria

Odilon Ferraroni Teixeira - odilon.teixeira@uol.com.br

Prog de Pós-Grad em Admin de Empresas - PPGA /Mackenzie - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Denis Forte - denis.forte@mackenzie.br

Prog de Pós-Grad em Admin de Empresas - PPGA /Mackenzie - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Maria Luisa Mendes Teixeira - malluluisa@gmail.com

Prog de Pós-Grad em Admin de Empresas - PPGA /Mackenzie - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Resumo

As denominadas finanças comportamentais procuram estudar o processo de tomada de decisão financeira (consumo, poupança ou investimento) sob a ótica comportamental em oposição à ótica de otimização financeira. A revisão da literatura indica que diversas características individuais influenciam nessas decisões, como etnia, valores, religião, idade, ciclo de vida, gênero, renda. Uma lacuna da literatura explorada nesse artigo estuda a influência específica do chamado "capital cultural" (Bourdieu). Comparando com as práticas de investimento, ficou demonstrado que o capital cultural atua como grande limitador dos ganhos potenciais do investidor. Como consequência, em um mercado altamente competitivo de fornecedores de serviços financeiros, surge uma diferente forma de classificar os clientes, de modo a atendê-lo melhor em suas especificidades e trabalhar melhor suas características.

Finanças Comportamentais: Relação entre o Capital Cultural do Investidor e o Retorno de suas Aplicações Financeiras

Resumo

As denominadas finanças comportamentais procuram estudar o processo de tomada de decisão financeira (consumo, poupança ou investimento) sob a ótica comportamental em oposição à ótica de otimização financeira. A revisão da literatura indica que diversas características individuais influenciam nessas decisões, como etnia, valores, religião, idade, ciclo de vida, gênero, renda. Uma lacuna da literatura explorada nesse artigo estuda a influência específica do chamado “capital cultural” (Bourdieu). Comparando com as práticas de investimento, ficou demonstrado que o capital cultural atua como grande limitador dos ganhos potenciais do investidor. Como consequência, em um mercado altamente competitivo de fornecedores de serviços financeiros, surge uma diferente forma de classificar os clientes, de modo a atendê-lo melhor em suas especificidades e trabalhar melhor suas características.

Palavras-chave: Pierre Bourdieu, *Suitability*, Investidor Irracional.

Introdução

As instituições financeiras no Brasil costumam apresentar estratégias de gestão comercial com o atendimento feito de forma segregada, em que os clientes pessoas físicas são separados de acordo com seu potencial financeiro e volume de investimento entre os segmentos Varejo Tradicional, Varejo Alta Renda e *Private*. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) não especifica qual o volume de investimento necessário para que os clientes sejam classificados em cada um desses segmentos. Nos casos dos segmentos Varejo Tradicional e Varejo Alta Renda, a Anbima por exemplo entende que o cliente seria pessoa natural atendida pelo segmento de varejo ou de varejo alta renda, conforme definição própria da própria instituição, e que invista ou tenha potencial para investir nos produtos de investimento sujeitos à disposição do Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas – Distribuição de Produtos de Investimento no Varejo. No entanto, para se ter uma ideia, o investimento médio de cada investidor desses segmentos em dezembro de 2015 era de R\$5.927,62 mil no *Private*, R\$112,97 mil no Varejo Alta Renda e R\$12,34 mil no Varejo Tradicional. O livro “O Capital no Século XXI”, do economista Piketty (2014), observa que quando a taxa de remuneração do capital é superior à taxa de crescimento do produto interno bruto de um país, existe um aumento na concentração de renda. Pensando nos portfólios de investimento de clientes pessoa física, é possível considerar que o aumento da concentração de renda também pode ocorrer caso os investimentos do segmento Varejo Tradicional tenham uma taxa de crescimento inferior aos segmentos Varejo Alta Renda e *Private* e/ou o segmento Varejo Alta Renda tenha uma taxa de crescimento inferior à taxa de crescimento do segmento *Private*. Esses retornos diferentes podem ser oriundos do fato dos investidores não serem racionais, como observado na teoria de finanças comportamentais, da falta de conhecimento dos investidores ou diferentes orientações financeiras que os investidores possam ter acesso, ou ainda da existência de produtos de investimentos diferenciados de acordo com tipo de investidor e o volume de investimento disponível. Neste contexto, as instituições financeiras têm um papel fundamental na orientação e recomendação de investimentos que atendam às necessidades dos clientes. No entanto, a *International Organization of Securities Commissions – IOSCO*, em seu relatório *IOSCO Securities Market Risk Outlook – 2016*, alerta que o risco decorrente de problemas de conduta das instituições financeiras está presente entre as 4 áreas de risco potenciais para o mercado, que podem estar relacionados às atividades que não necessariamente

estão relacionados à condutas juridicamente ilegais das instituições, mas que podem prejudicar os interesses dos investidores, comprometer o mercado justo, eficiente e transparente, e levar a um risco sistêmico. No Brasil, a preocupação do regulador para que a oferta de produtos de investimento seja adequada às necessidades dos clientes pode ser observada na Instrução CVM Nº 539, emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vigente desde julho de 2015. Nos termos deste normativo, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente.

O presente trabalho utiliza um modelo de processo de comparação das alocações dos investimentos dos clientes dos segmentos Varejo, Varejo Alta Renda e Private, das instituições financeiras associadas à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, nos períodos de dezembro de 2014 e dezembro de 2015, segundos dados fornecidos e critérios de segmentação definidos pelas próprias instituições. Adicionalmente, para contribuir com a compreensão do perfil dos clientes, o estudo busca aspectos da sociologia Bourdieu (1996) para analisar o comportamento do investidor, a partir da inserção do indivíduo em seu espaço social, que é construído de tal modo que os agentes são distribuídos em função de sua posição considerando princípios de diferenciação de capital econômico e cultural. Desta forma, a presente pesquisa tem uma contribuição prática para as instituições financeiras, ajudando à aderência do negócio de distribuição e recomendação de ativos financeiros e valores mobiliários, a fim de alertar a importância de oferecer produtos de investimento que melhor atendam às necessidades dos clientes e contribuir com o crescimento do capital econômico e cultural dos investidores, que é uma preocupação dos órgãos reguladores locais e internacionais (tais como: Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários – CVM e IOSCO), na supervisão dos mercados e no monitoramento do risco de conduta financeira das instituições (também denominado “*Conduct Risk*”).

O pensamento estruturalista de Pierre Bourdieu

Bourdieu (1996) analisa o espaço social, a partir de observações da sociedade francesa nos anos 70, em um dado momento do tempo e por meio de de comparação histórica (BOURDIEU, 1994). Segundo Bourdieu (1996), o espaço social é construído de tal modo que os agentes ou grupos são distribuídos em função de sua posição considerando princípios de diferenciação de capital econômico e cultural. Esses agentes ou grupos desenvolvem o denominado *habitus*, que são produzidos pelos condicionamentos sociais associados à condição correspondente que, entre outras coisas, impactam a maneira como eles se relacionam, formam suas preferências, votam e também podem influenciar a maneira como eles investem seus recursos. Existe uma linguagem simbólica onde o espaço de posições sociais se retraduz em um espaço de tomada de posição pela intermediação do espaço de disposições dos agentes (ou do *habitus*); isto é, um espaço de tomada de posição por suas práticas e nos bens que possuem, e de suas capacidades geradoras, como um conjunto sistemático de bens e de propriedades, vinculadas entre si por uma afinidade de estilo, como um mapa de estilo de vida que tem como referência o capital econômico e cultural dos agentes. Vale observar ainda que para Bourdieu (1996) existem oposições entre os grupos, que na estrutura de distribuição do capital econômico e cultural, podem conflitar na busca de mais espaço social ou na luta para manter seu espaço, que se desenrola no mundo virtual. Bourdieu (1996) observa que as preferências dos agentes ou grupos podem mudar no decorrer do tempo. Por exemplo, a prática de esportes como o “tênis”, que seriam característicos de grupos mais financeiramente avantajados, pode ter um crescimento de adeptos e ter seu público de praticantes ampliado por grupos com menor poder aquisitivo, em decorrência por exemplo da popularização do esporte em decorrência de investimentos

institucionais. Desta forma, os *habitus* observados em agentes ou grupos não podem ser entendidos de forma *substancialistas*, isto é: um determinado comportamento, preferência ou valor observado entre os agentes ou grupos em uma mesma posição no espaço social não deve ser entendido como uma característica estrutural desses agentes ou grupos, pois podem ser válidos apenas para um determinado momento do tempo. Um exemplo deste tipo de mudança comportamental no mercado financeiro brasileiro aconteceu com o investimento direto em títulos públicos, que era originalmente destinado quase que exclusivamente a investidores institucionais e fundos de investimento, não sendo um produto de fácil acesso para o pequeno investidor. Com a vendas de títulos públicos federais por meio do programa de vendas direta do Tesouro Nacional do Brasil, denominado “tesouro direto”, conforme dados do próprio Tesouro Nacional, o pequeno investidor passou a ter acesso a esse tipo de ativo, cujo volume investido tem crescido rapidamente, passando de R\$ 253.2 milhões em 2003 para R\$ 28.026.5 milhões em fevereiro de 2016. Neste contexto, as instituições financeiras não devem olhar o padrão de investimento de seus clientes de forma *substancialistas*, pois o modo como os investidores investem podem representar preferências de grupos em um determinado momento, mas que podem sofrer alterações em decorrência de uma maior compreensão dos produtos de investimentos e do mercado financeiro, um aumento das alternativas de investimentos disponíveis no mercado que são capazes de possibilitar mais possibilidades de diversificação, alteração de suas necessidades de investimento ou perfil de risco e devido ao suporte de orientações e recomendações de gerentes comerciais e especialistas em investimento.

Considerações sobre o comportamento do investidor

Embora as teorias convencionais de finanças presumam que os investidores sejam racionais, a escola de finanças comportamentais parte da suposição que eles não são. No entanto, a escola de finanças comportamentais também observa que o fato de existirem investidores não racionais não torna os mercados de capitais ineficientes (BODIE, KANE e MARCUS, 2014). Isto porque, se essas irracionalidades tiverem de fato afetado os preços, podemos supor que os arbitradores tentarão tirar proveito de oportunidades de lucro e empurrarão os preços de volta para seus valores apropriados. Desse modo, o segundo fundamento da crítica comportamental é que, na prática, as ações desses arbitradores são restritas e, portanto, insuficientes para forçar os preços a corresponder com o valor intrínseco. Vale observar que, se os preços estiverem corretos e representarem o valor intrínseco do ativo, não haverá nenhuma oportunidade de lucro fácil. Mas a recíproca não é necessariamente verdadeira. Entre os fatores que podem levar à ineficiência dos mercados, está o erro de processamento de informações por parte dos agentes, que podem fazer com que os investidores não tomem consciência das taxas de retornos de alguns investimentos e da probabilidade de realização de eventos, limitando assim sua capacidade de buscar uma carteira diversificada de ativos que maximize a relação retorno e risco, que seja adequado às suas necessidades e seu nível de aversão ao risco.

Bodie, Kane e Marcus (2014) descrevem 4 tipos de erros de processamento de informações, que seriam os erros de processamento de informações mais relevantes para a ineficiência das estratégias de investimento, que são: a) erro de previsão: que são os possíveis erros de previsão decorrentes de fatores de referências insuficientes e ou incorretas para formação de expectativas futuras, ou pesos incorretos de fatores oriundo de eventos superestimados ou eventos recentes que são mais facilmente lembrados; b) erro por excesso de confiança: que são os possíveis erros em decorrência de se superestimar as crenças e habilidades do avaliador, que pode ser o próprio investidor ou outra pessoa, como por exemplo um consultor financeiro que esteja incorrendo no erro de excesso de confiança; c) erro por conservadorismo: que são os erros devido à não adoção ou a postergação da adoção de uma determinada estratégia de investimento ou um novo

produto, por conservadorismo, fazendo com que mesmo existindo evidências dos benefícios de determinada estratégia de investimento ou produto, o investidor permaneça com o investimento habitual; e d) erro por afeição: que são os erros devido à afeição ou viés que o investidor possa ter em relação a uma determinada estratégia de investimento ou produto, que pode prejudicar sua avaliação da relação risco e retorno dos ativos e resultar em ações não racionais. Adicionalmente, o prêmio Nobel de Economia no ano de 2002, Kahneman (2011) em seu livro *Rápido e Devagar – Duas Formas de Pensar* buscou analisar a mente humana em que as causas de erros de processamento também são avaliadas. Kahneman (2011) destaca duas formas de pensar que seriam os dois sistemas da mente: sendo uma forma de sistema da mente mais rápida, automática, que segue a intuição e/ou a emoção do momento imediato, que demanda pouco ou nenhum esforço de seu agente (denominado *Sistema 1*) e uma forma mais lenta, que segue um pensamento mais lógico, uma análise mais profunda e que demanda um maior esforço do indivíduo (denominado *Sistema 2*). Ele ainda observa vários fatores que podem levar o ser humano utilizar o *Sistema 1* ou o *Sistema 2* na tomada de decisão, como por exemplo o cansaço, que tende a fazer com que o agente utilize o *Sistema 1* para tomar uma decisão. No entanto, dentro do contexto do presente trabalho, pode-se considerar que a velocidade da tomada de decisão e a experiência de vida do indivíduo no momento da tomada de decisão podem levar a ações menos racionais e acarretar erros de processamento de informações.

Rabin (1998) traz também para a discussão estudos de psicologia, que analisa o comportamento humano e pode ensinar fatores importantes de como suas atitudes difere dos comportamentos racionais esperados. Para ele, as preferências das pessoas são constantemente determinadas por mudanças de resultados para seu nível pessoal de referência, e não apenas um e resultado absoluto. Neste contexto, as pessoas, de acordo com suas preferências e/ou *status quo*, podem ter um sentimento negativo com “perdas” maior do que o sentimento positivo com “ganhos”. O autor neste estudo observa que algumas descobertas da psicologia são tratáveis e parcimoniosas o suficiente para que possamos integrá-las à economia. Rabin (1998) também observa que existe uma preferência para recompensas imediatas, que está relacionado à procrastinação de atividades que envolve custos imediatos, que é inconsistente com as preferências de longo prazo. Kahneman (2003) observou o estudo de Thaler (1980), que destaca a existência do *endowment effect*, que é também conhecido como aversão alienação e relaciona ao efeito da propriedade o fato de que as pessoas atribuem mais valor às coisas simplesmente porque as detêm. Bazerman (2004) observa que o julgamento individual é restringido por limitações da sua racionalidade, de sua inteligência e de sua percepção, que acarreta falta de informações importantes para o processo de tomada de decisão. Juntas, essas limitações impedem a tomada de decisão ótima de acordo com esperado pelo modelo. Tomadores de decisão deixam de encontrar a melhor solução ao escolher uma alternativa que satisfaça um nível aceitável ou razoável. Ele também descreve que pesquisadores descobriram que as pessoas se fiam em diversas estratégias simplificadoras e regras práticas ao tomar decisões, chamadas pelo autor de heurísticas, que são úteis em geral, mas também podem levar a sério erros. Thaler e Barberis (2003), ao analisar o processo de decisão de venda de ativos, descrevem que vários estudos apontam que os investidores estão relutantes em vender ativos negociando com prejuízo em relação ao preço em que foram comprados, um fenômeno denominado "efeito de disposição" por Shefrin e Statman (1985). Os autores também se preocupam em dar algumas explicações relacionadas a esses comportamentos, como o entendimento de Lakonishok e Smith (1986), que sugerem que os investidores podem vender ativos ganhadores e manter ativos perdedores em um esforço para “rebalancear” seus portfólios, que tem sua racionalidade uma vez que é uma forma de ajustar a carteira de ativos à relação risco e retorno adequados ao perfil de investidor. Outra possibilidade apresentada para se manter em carteira ativos perdedores, seria a esperança de que esses ativos tenham melhores

resultados no futuro. Os autores também destacam o estudo de Odean (1999) que argumenta que os resultados para compras de ações são em parte devido a um efeito de atenção, em que ao comprar um ativo para estoque, as pessoas não tendem a examinar sistematicamente os milhares de ações listadas até encontrarem uma boa "compra". Eles normalmente compram para estoque um ativo que chamou sua atenção e talvez a melhor atração de atenção é o desempenho passado, seja bom ou ruim. Assim, decisão de compra pode diferir do processo de decisão de venda, sendo os investidores tendem ser compradores dessas ações que chamam mais atenção do que ser vendedores (BARBER e ODEAN 2002).

Metodologia

Esse trabalho utilizou um modelo de processo de comparação das alocações dos investimentos dos clientes dos segmentos Varejo, Varejo Alta Renda e Private, das instituições financeiras associadas à ANBIMA, nos períodos de dezembro de 2014 e dezembro de 2015, segundos dados fornecidos e critérios de segmentação definidos pelas próprias instituições. O trabalho está organizado em cinco partes. A primeira e segunda parte do estudo apresenta o pensamento estruturalista de Bourdieu (1996) e as considerações sobre os comportamentos dos investidores, para avaliar a formação de grupos no espaço social, e para alertar que os investidores podem apresentar comportamentos irracionais. Em seguida, é discutido o papel das instituições financeiras na alocação de investimento dos clientes, tendo como referência aspectos regulatórios. Na quarta parte está o modelo processual de análise que compara os portfólios de investimento dos clientes, considerando a coerências das alternativas de investimentos observadas e verifica a existência de hábitos dos investidores dos segmentos Varejo, Varejo Alta Renda e Private, fazendo um paralelo com o pensamento de Pierre Bourdieu. Por último é apresentado parte com as considerações finais.

Portfólio de investimentos de clientes do Varejo, Varejo Alta Renda e Private

Conforme observado na Tabela 1, os segmentos voltados para pessoas físicas apresentam portfólio de investimentos distintos, que podem ser decorrentes das estruturas de atendimentos das instituições financeiras para cada um desses segmentos, mas que na prática refletem a condição correspondente desses grupos no espaço social, conforme entendido por Pierre Bourdieu no livro Razões Práticas publicado no ano de 1996. Por exemplo, o montante investido em poupança no portfólio médio dos clientes dos segmentos Varejo Tradicional em dezembro de 2015 era de 64.7%, enquanto que o montante alocado em poupança nos portfólios médios dos clientes classificados como Varejo Alta Renda e Private representavam respectivamente 12.6% e 0.2% no mesmo período. A poupança é o produto de investimento brasileiro mais tradicional, porém apresenta remuneração menos atrativa quando comparado com produtos de risco similares (tais como: fundos de investimento de renda fixa DI, CDB de bancos com baixo risco de crédito e títulos públicos federais). A rentabilidade acumulada da poupança, calculada pela calculadora do cidadão do Banco Central do Brasil entre 01 de junho de 2011 a 01 de junho de 2016, e foi de 41.24%, enquanto a rentabilidade acumulada do CDI nesse mesmo período foi de 65.66%. Esses dados permitem lançar a hipótese de que o percentual investido em poupança pode ser entendido como um reflexo do montante de capital cultural do investidor, onde quanto menor esse percentual relativamente ao montante investido pelo investidor em outros produtos de investimento de renda fixa, maior seria o seu capital cultural, e quanto maior o percentual investido em poupança relativamente ao montante investido pelo investidor em outros investimentos de renda fixa, menor seria o seu capital

cultural. De forma inversa, analisando o percentual do portfólio médio dos clientes investido em outros produtos que não a poupança, o segmento Private teria comparativamente o maior percentual investido com 99.77% de seu portfólio aplicados em outros ativos em dezembro de 2015, enquanto os percentuais dos segmentos Varejo Alta Renda e Varejo Tradicional eram respectivamente 87.40% e 35.29% do portfólio, no mesmo período (conforme pode ser observado no item 5 da Tabela 1).

Tabela 1 - Percentual por Ativo – Private, Varejo Alta Renda e Varejo Tradicional (em %)

Total ⁽¹⁾ ⁽²⁾	Private		Varejo Alta Renda		Varejo Tradicional	
	Dez/14	Dez/15	Dez/14	Dez/15	Dez/14	Dez/15
1. Total de Fundos de Investimento	48,45%	48,38%	38,15%	39,90%	11,34%	12,48%
Fundos de Renda Fixa	12,40%	13,10%	32,51%	34,67%	10,36%	11,58%
Fundos Multimercados	26,91%	27,10%	3,41%	3,14%	0,26%	0,36%
Fundos de Ações	3,78%	2,96%	1,20%	0,82%	0,56%	0,37%
Outros Fundos ICVM 555	0,26%	0,22%	0,23%	0,35%	0,03%	0,04%
Fundos Estruturados	5,11%	4,99%	0,79%	0,92%	0,13%	0,13%
2. Total de TVM e Renda Fixa	36,11%	39,18%	41,76%	45,05%	19,70%	22,16%
Títulos Públicos Federais	1,39%	2,08%	1,08%	1,54%	0,31%	0,42%
Ativos de Capt. Bancária	9,67%	10,04%	22,78%	21,50%	9,44%	9,06%
Debêntures	1,32%	1,61%	0,47%	0,57%	0,01%	0,01%
Ativos com Lastro Imobiliário	8,75%	8,86%	10,59%	12,49%	7,23%	8,88%
Ativos com Lastro Agro	14,29%	15,84%	6,83%	8,95%	2,71%	3,80%
Outros (não inclui previdência)	0,69%	0,74%	-	-	-	-
3. Poupança	0,31%	0,23%	16,81%	12,60%	67,96%	64,71%
4. Renda Variável	15,12%	12,21%	3,28%	2,45%	1,00%	0,66%
5. Soma de Ativos (-) Poupança	99,69%	99,77%	83,19%	87,40%	32,04%	35,29%
Total Geral (1+2+3+4)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

⁽¹⁾Para as informações de poupança, considera apenas clientes com saldo acima de R\$ 100,00 e não considera os fundos 157, regulados pelo decreto nº 157/67 e legislação posterior. ⁽²⁾Não inclui recursos destinados a Previdência.

FONTE: ANBIMA (2016).

A Tabela 2, que abre as informações dos segmentos Varejo Tradicional e Varejo Alta Renda por região, que as diferentes regiões seguem o padrão de investimento do referido segmento, confirmando que os grupos desenvolvem o que Bourdieu (1996) denomina *habitus*, que são produzidos pelos condicionamentos sociais associados à condição correspondente que se encontram.

É possível notar que as estruturas de atendimentos dos clientes dos diferentes segmentos também apresentam diferenças de estrutura, conforme pode ser observado comparando a quantidade de clientes da Tabela 3 com os números de profissionais de atendimento dos segmentos descritos na Tabela 4. O segmento Private trabalha com um número de 54.2 clientes por gerente Private contra um número de 737.1 clientes por gerente do Varejo, somando os números do Varejo Alta Renda com o Varejo Tradicional. Esta estrutura certamente reflete no acesso às informações por parte dos clientes, na adequação dos investimentos às necessidades dos clientes e nos seus hábitos de investimento, compondo a linguagem simbólica dos segmentos no espaço social nos termos apresentado por Bourdieu (1996).

Tabela 2 – Distribuição de Produtos do Varejo Tradicional e Varejo Alta Renda (em %)

	Total	São Paulo (SP)	SP Capital	SP Interior	Rio de Janeiro	Minas Gerais	Espirito Santos	Sul	Centro Oeste	Nordeste	Norte
Varejo⁽¹⁾	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1.Fundos de Investimento 409 / FMP	12,3	13,7	14,7	12,9	14,6	11,5	11,0	12,2	12,0	9,1	8,4
2.Fundos Estruturados e ETFs	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1
3.Títulos e Valores Imobiliários	22,8	21,1	27,0	16,0	17,8	23,3	27,3	30,1	25,7	18,0	21,7
4.Poupança ⁽²⁾	64,7	65,1	58,1	71,0	67,3	65,1	61,4	57,5	62,2	72,9	69,9
5. Soma dos Ativos (-) Poupança	35,3	34,9	41,9	29,0	32,7	34,9	38,6	42,5	37,8	27,1	30,1
Varejo Alta Renda⁽¹⁾	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1.Fundos de Investimento 409 / FMP	38,9	41,0	41,0	41,1	44,1	31,6	31,2	36,2	32,8	31,8	31,3
2.Fundos Estruturados e ETFs	1,0	1,1	1,3	0,7	1,1	0,7	0,4	0,9	0,6	0,6	0,2
3.Títulos e Valores Imobiliários	47,5	45,8	47,1	42,8	40,0	55,7	57,6	52,6	53,7	53,1	52,3
4.Poupança ⁽²⁾	12,6	12,1	10,6	15,5	14,9	12,0	10,7	10,2	12,9	14,5	16,2
5. Soma dos Ativos (-) Poupança	87,4	87,9	89,4	84,5	85,1	88,0	89,3	89,8	87,1	85,5	83,8

⁽¹⁾ Não considera os fundos 157, regulados pelo decreto nº 157/67 e legislação posterior. ⁽²⁾ Não considera valores inferiores a R\$ 100,00 aplicados na poupança.

FONTE: ANBIMA (2016).

Segundo dados da ANBIMA de dezembro de 2015, o montante investido médio por investidor é R\$5.927,62 mil no Private, R\$112,97 mil no Varejo Alta Renda e R\$12,34 mil no Varejo Tradicional.

Tabela 3 – Número de Clientes por Segmento (Dezembro de 2015)

	Private	Varejo Alta Renda	Varejo Tradicional	Total
Sem Poupança	109.894	3.124.715	6.323.376	9.557.985
Com Poupança	109.894	5.044.615	66.583.725	71.738.234

FONTE: ANBIMA (2016).

Tabela 4 – Número de Profissionais de Atendimento por Característica em 2015

	Banker Private	Assistente Private	Outros Private	CEA/CGA – Varejo Alta Renda e Varejo Tradicional	CPA 20 – Varejo Alta Renda e Varejo Tradicional	CPA 10 – Varejo Alta Renda e Varejo Tradicional
Quantidade	817	543	666	225	23.104	73.846

FONTE: ANBIMA (2016).

O volume disponível para investimento também pode influenciar o ganho financeiro do investidor, dentro do mesmo segmento, pois alguns produtos apresentam remunerações mais atrativas para volumes de investimento maiores. Conforme observado na Tabela 5, com dados de março de 2016, a indústria de fundos de investimento do segmento Varejo cobra em média 0.53% ao ano para administrar fundos de investimento de renda fixa com ticket de entrada maior que R\$ 100 mil, enquanto o valor cobrado médio para administrar fundos de investimento de renda fixa com ticket de entrada menor ou igual a R\$ 1 mil é de 2.82% ao ano. Isto significa que, tendo esses dois fundos a mesma carteira de ativos, o fundo com ticket de entrada maior que R\$ 100 mil apresentará, após um ano, um retorno superior ao redor de 2.29% que o fundo com ticket de entrada menor igual a R\$ 1 mil.

Tabela 5 – Taxa de Administração Média do Segmento Varejo – Classe ANBIMA por Ticket de Entrada (dados em % referente ao ano)

Renda Fixa ⁽¹⁾						
Período	Ticket de Entrada				Relacionamento	Total
	>1<=1.000	>1.000<=25.000	>25.000<=100.000	>100.000		
Dez-14	2,92%	1,22%	0,89%	0,57%	3,00%	1,13%
Dez-15	2,82%	1,13%	0,87%	0,53%	2,99%	1,07%
Mar-16	2,82%	1,12%	0,87%	0,53%	2,99%	1,06%

⁽¹⁾ Para período anterior a Outubro de 2015, a Classe ANBIMA Renda Fixa considera as categorias Renda Fixa, Referenciado DI e Curto Prazo. Os dados informados para o cálculo das taxas médias de administração descritos acima são de responsabilidades dos administradores e contemplam as informações disponíveis no último dia do mês de referência. São excluídos da amostra os fundos destinados exclusivamente a aplicação de outros fundos de investimento e fundos que não cobram taxa de administração. A amostra do Varejo deste relatório é constituída por fundos informados pelas maiores instituições como sendo distribuídos para este público.

FONTE: ANBIMA (2016).

Considerações finais

O trabalho teve como um dos objetivos a caracterização dos investimentos dos clientes pessoa física das instituições financeiras brasileiras segundo seu capital econômico e cultural, o que se entende ser possível, considerando o agrupamento dos clientes nos segmentos Varejo Tradicional, Varejo Alta Renda e Private, e o padrão de investimento dos clientes de cada um dos segmentos, que se mostrou coerente mesmo quando aprofundamos a análise dos portfólios de investimentos nas regiões que compõem o Varejo Tradicional e Varejo Alta Renda.

Em relação ao segundo objetivo do trabalho, verificou-se que o capital cultural do investidor pode ser um limitador do ganho de suas aplicações financeiras, considerando a hipótese de que o percentual investido em poupança pode ser entendido como um reflexo do montante de capital cultural do investidor, podemos entender também que o capital cultural do investidor pode ser um limitador de seus ganhos.

A análise dos portfólios de investimento dos clientes pessoa física sob a ótica de Bourdieu (1996) se mostrou relevante para alertar a importância de se analisar de forma estruturada o comportamento do investidor, considerando a inserção do indivíduo em seu espaço social. Entendendo que os grupos desenvolvem o que Bourdieu denomina *habitus*, que são produzidos pelos condicionamentos sociais associados à condição correspondente que se encontram, as instituições financeiras podem refletir a forma de atendimento a clientes mais adequada para cada segmento, considerando aspectos como os capitais econômico e cultural dos clientes e sua estrutura de atendimento, que verificamos também que apresentam diferenças entre segmentos.

Segundo a pesquisa Ibope – Radiografia do Investidor de maio de 2011 (disponível na internet no endereço: <http://4.ibope.com.br/download/radiografiadoinvestidor.pdf>), realizada através de 604 entrevista telefônicas feitas em domicílios de classes A, B e C, com margem de erro estimada em 4 pontos percentuais e com nível de confiança de 95%, o gerente de banco é a maior fonte de informação para os investidores sobre fundos de investimento e outras aplicações, representando 43% das respostas dos entrevistados, seguido de site de bancos e instituições financeiras (39%) e jornais e cadernos de finanças (31%). A pesquisa revela também a percepção sobre fundos de investimento das pessoas que não são investidores, onde 50% dos entrevistados acreditam que os fundos de investimento são para quem tem muito dinheiro e quase 60% não tem conhecimento do valor mínimo necessário para se investir em fundos de investimento. Portanto, é possível observar a importância das instituições financeiras no processo de orientação dos investidores, na medida que obtém informações necessárias para entender o perfil de risco e as necessidades dos clientes, para corrigir as irracionalidades e buscar portfólios de investimentos mais eficientes.

Neste contexto, apesar do gerente de banco ser a maior fonte de informação para os investidores sobre fundos de investimento e outras aplicações (conforme pesquisa, Ibope – Radiografia do Investidor de maio de 2011, comentada acima), os sites de bancos e instituições financeiras também representam uma relevante fonte de informação que pode ajudar no atendimento de clientes do Varejo Tradicional e Varejo Alta Renda. O presente trabalho também contribui para as instituições financeiras, ajudando na aderência do negócio de distribuição e recomendação de ativos financeiros e valores mobiliários, a fim de alertar a importância de orientar e oferecer produtos de investimento que melhor atendam às necessidades dos clientes, que é uma preocupação de órgãos reguladores locais e internacionais, e contribuir para o crescimento do capital econômico e cultural dos investidores.

A análise dos portfólios de investimento dos segmentos Varejo Tradicional, Varejo Alta Renda e Private apresentou limitações decorrentes do sigilo bancário e da confidencialidade das informações por parte das instituições financeiras, sendo realizada sobre os portfólios de investimentos médios desses segmentos na indústria, que foram coletados e consolidados pela ANBIMA junto a seus associados. Foram considerados os critérios de segmentação das instituições respondentes, que podem apresentar divergências nos volumes de segmentação. Os portfólios médios podem indicar o perfil de investimento desses segmentos na indústria, porém não necessariamente refletem o portfólio de investimentos dos clientes pertencentes aos segmentos, quando avaliados individualmente. A pesquisa também se deparou com limitações de informações a respeito do capital cultural dos clientes dos segmentos Private, Varejo Alta Renda e Varejo Tradicional, que são informações que não foram observadas nos relatórios analisados. Adicionalmente, tendo como referência os requisitos mínimos da CVM para avaliar o se o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação, não foi possível obter informações suficientes para verificar a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas e a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente.

Bibliografia

- BARBER, B. M.; ODEAN, Terrance. Individual investors. In: THALER, Richard (Org.). *Advances in behavioral finance: Vol. II*. New York: Russell Sage Foundation, 2005.
- BAZERMAN, M. H. *Processo decisório*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

- BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. Investments. Ed. Mc Graw Hill. New York, 2014.
- BOURDIEU, P. Razões Práticas Sobre a Teoria da Ação. Ed. Papirus. São Paulo, 1996.
- BRASIL. ANBIMA. Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas – Distribuição de Produtos de Investimento no Varejo. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). São Paulo, 2016.
- BRASIL. ANBIMA. Relatórios de Varejo. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). São Paulo, 2016.
- BRASIL. CVM. Instrução Comissão de Valores Mobiliários No 539. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2013.
- IOSCO. Securities Market Risk Outlook. 2016. International Organization of Securities Commissions. Span, 2016.
- KAHNEMAN, Daniel. Maps of bounded rationality: psychology for behavioral economics. American Economic Review, v. 93, n. 5, p. 1449-75, dec. 2003.
- KAHNEMAN, D. Rápido e Devagar – Duas Formas de Pensar. Ed. Objetiva. Rio de Janeiro, 2011.
- PESQUISA IBOPE. Radiografia do Investidor. IBOPE Inteligência. Brasil, 2011. Disponível em: <: <http://4.ibope.com.br/download/radiografiadoinvestidor.pdf> >. Acesso em: 09 abr. 2017.
- PIKETTY, T. Capital in the Twenty-First Century. Ed. Harvard College. 2014 RESENDE, A.L. Devagar e simples. Ed. Companhia das Letras. 2015.
- RABIN, M. Psychology and economics. Journal of Economic Literature, v. 36, n. 1, p. 11-46, mar. 1998.
- SANDEL, M.J. Justiça. Ed. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro, 2009.
- THALER, R.; BARBERIS, N. A survey of behavioral finance. In: CONSTANTINIDES, George; HARRIS, Milton; STULZ, René (Orgs.). Handbook of the economics of finance. New York: North Holland, 2003.