

3

Diversificação ingênua

3.1

Comportamento do Investidor

A linha de pesquisa de finanças comportamentais pode ser aplicada pelos mais diversos caminhos da teoria econômica. Atualmente, a maioria dos estudos concentra esforços na aplicação dos conceitos para compreender o mercado de ações, o retorno dos ativos e no estudo do comportamento do investidor.

A pesquisa sobre finanças comportamentais tem obtido grande sucesso na descoberta de como os investidores se comportam frente às decisões necessárias na condução da sua vida financeira. Diversos estudos evidenciaram falhas no comportamento do investidor como: diversificação insuficiente dos investimentos, diversificação ingênua, excesso de transações e erros na tomada de decisão de compra e venda dos ativos.

Neste estudo, o trabalho será concentrado no comportamento do investidor com foco no ato de diversificar seus investimentos.

3.2

Diversificação ingênua e finanças comportamentais

A diversificação ingênua possui grande conexão com os diversos estudos apresentados anteriormente, pois o tema faz parte da aplicação prática de finanças comportamentais na observação das atitudes do investidor.

Realizando uma análise sob a perspectiva das crenças, a tarefa de alocar recursos possui um forte elo com o efeito perseverança e ancoragem. A perseverança acontece quando um indivíduo persiste na defesa de uma crença e também reluta na tarefa de buscar dados que contradizem seu atual entendimento sobre o assunto. No exercício de alocar os investimentos, muitas vezes os indivíduos relutam em buscar informações sobre temas pelos quais já possuem uma opinião formada. Um bom exemplo para demonstrar tal atitude acontece quando uma pessoa afirma que um investimento num imóvel não possui risco de perda e que o investimento em bolsa de valores é um jogo. Diversas pessoas possuem extrema dificuldade em escutar argumentos

contrários a estas crenças e também não desprendem tempo para realizar uma análise sobre um novo fato que contrarie seu corrente entendimento. Este tipo de atitude está diretamente relacionado ao efeito perseverança.

O efeito ancoragem acontece quando os indivíduos prendem-se num determinado valor de referência para realizar suas análises. Este efeito aparece no processo de alocação de recursos quando indivíduos tomam a decisão de compra e venda dos ativos com base no seu ponto de referência. No mercado de ações, este efeito costuma aparecer com freqüência, pois os investidores normalmente realizam suas análises utilizando os pontos do índice de referência da bolsa de valores para tomar suas decisões de compra e venda. Recentemente no Brasil, diversos investidores perderam uma boa oportunidade de investimento em ações, pois realizaram suas análises de investimento com o número de referência do índice BOVESPA que ficou ao redor dos 18.000 pontos durante os anos de 1999 até 2002. Estes investidores não realizaram uma análise ampla das perspectivas futuras das ações da Bolsa de Valores de São Paulo. Eles simplesmente contabilizaram mentalmente os pontos de referência contra os pontos correntes da BOVESPA e quando o índice passou a barreira dos 22.000 pontos em dezembro 2003, muitos destes investidores tomaram a decisão de não alocação de recursos no índice BOVESPA depois deste ultrapassar a tal barreira “psicológica” e o efeito ancoragem resultou em perda de uma boa oportunidade de investimento. Em junho de 2007, o índice BOVESPA ultrapassou os 52.000 pontos.

Observar a diversificação ingênua pela perspectiva das preferências comportamentais dos indivíduos também desperta diversas conexões interessantes sobre a maneira pelas quais os investidores realizam suas alocações financeiras. Dois estudos possuem forte conexão com o tema: a aversão à ambigüidade e a contabilidade mental.

A aversão à ambigüidade é encontrada no comportamento do investidor no momento da decisão de alocação. O indivíduo normalmente prefere alocar numa empresa pela qual ele possui mais familiaridade do que noutra que ele não tem proximidade. Diversos estudos demonstram que os investidores tendem a aplicar mais em empresas que estão simplesmente mais próximas fisicamente do que noutras distantes geograficamente. Este efeito também é encontrado na alocação dos participantes de planos de previdência nos Estados Unidos. Nos planos de previdência que possibilitam a alocação nas ações própria companhia, os participantes destinam normalmente a maior fatia dos seus investimentos (Agnew, 2002).

Outro efeito das preferências comportamentais dos indivíduos encontrado nos estudos sobre a alocação ingênua é a contabilidade mental. No estudo apresentado por Thaler (1999), encontram-se quatro fatores que possuem uma conexão direta com a diversificação ingênua. O primeiro refere-se ao ato do indivíduo de abrir e fechar contas no exercício da contabilidade mental. Neste exercício, o investidor possui uma extrema dificuldade de fechar contas que apresentam prejuízo. Odean (1998) apresentou fortes evidências que os investidores possuem mais facilidade de vender ações vencedoras do que ações que tenham apresentado perdas. Esta reação é baseada na normal aversão a perda que os indivíduos possuem. Diante deste efeito da contabilidade mental, o ato de rebalancear os investimentos fica bastante comprometido e conseqüentemente a diversificação dos ativos também.

O segundo fator é a conta de riqueza (*wealth accounts*), a qual os indivíduos utilizam para separar parte de sua receita para alocar em imóveis, fundos mútuos, ações, previdência e outros investimentos. Esta separação mental da receita obtida facilita o ato de poupar. Segundo Thaler (1999), existem veículos financeiros mais propensos a sofrer resgates do que outros. Os planos de previdência são uma modalidade de investimento que possui maior propensão a ser retido pelo indivíduo do que a maioria das modalidades de poupança existentes. Isto ocorre porque o investidor entende que o recurso é relevante para a sua sobrevivência futura. A atitude apresentada interfere no ato de alocar investimentos, pois a propensão a resgatar de contas mais líquidas interfere inconscientemente na alocação preterida ou correta do indivíduo.

O terceiro fator demonstrado por Thaler (1999) refere-se a aversão a perda somada a restrita capacidade de análise dos indivíduos. A influência deste efeito na escolha do investimento ou manutenção do mesmo é muito grande. Um estudo apresentado por Bernartzi e Thaler (1997), evidenciou que a maneira pelas quais os retornos dos investimentos são demonstrados aos investidores possui grande influência na alocação de recursos dos mesmos. Foi apresentado a um determinado grupo o retorno histórico ano a ano de ações e títulos de renda fixa. Outro grupo analisou o mesmo retorno de ações e títulos de renda fixa numa base acumulada de 30 anos. O primeiro grupo escolheu majoritariamente o investimento em renda fixa e o segundo grupo o investimento em ações. Isto demonstra como a forma de demonstrar o mesmo investimento influencia na escolha de alocação dos indivíduos de cada grupo. Outro fator relevante é o tempo que o investidor leva para reavaliar seus investimentos. Segundo Kahneman (1992), a reavaliação constante em prazos curtos de um

investimento em ações leva o indivíduo a resgatar seus ativos pela inconsciente tendência de aversão a perda. O investimento em ativos de longo prazo requer reavaliações em prazos distantes também.

A última conexão direta entre a diversificação ingênua e a contabilidade mental está no ato de diversificar heurísticamente. Simonson (1990) demonstrou forte evidência que os indivíduos inconscientemente tendem a diversificar quando eles possuem diversas opções de escolha. Num estudo feito com alunos, foi apresentado aos mesmos dois cenários. No primeiro uma escolha seqüencial, onde o aluno poderia catar seis lanches dentre os diversos disponíveis num determinado saco. No segundo cenário, os alunos deveriam realizar escolhas simultâneas, isto significa que eles deveriam escolher lanches disponíveis em três sacolas. No primeiro grupo, somente 9% dos alunos escolheram três lanches diferentes. Entretanto, no segundo grupo, 67% dos alunos escolheram ao menos três lanches diferentes. Este estudo evidenciou o caminho mais importante da diversificação ingênua que foi chamado de tendência de alocação “1/n”. Bernartzi e Thaler (1998) encontraram fortes evidências que os investidores possuem a mesma tendência de diversificação ingênua das crianças na escolha de doces.

3.3

Vantagens da diversificação ingênua

A diversificação ingênua normalmente ocorre quando indivíduos resolvem uma decisão complexa através de uma regra de bolso simplista. O ato de investir aparenta numa decisão difícil e complicada para a maioria dos investidores. Sendo assim, eles utilizam uma regra antiga e comumente divulgada em praticamente todas as culturas que diz mais ou menos da mesma forma o seguinte: “não se deve colocar todos os ovos numa mesma cesta”. O reflexo deste ditado popular no comportamento das pessoas foi comprovado por diversos estudiosos e transformou-se na regra de diversificação ingênua “1/n”, onde “n” é o número de opções disponíveis.

Como a maioria dos ditados populares, a regra comumente utilizada para realizar a diversificação ingênua “1/n” possui grandes virtudes. Segundo estudo realizado por DeMiguel, Garlappi e Uppal (2007), utilizar a regra “1/n” para diversificar os investimentos no mercado acionário apresenta grandes vantagens ao investidor. Os estudiosos compararam quatorze modelos sofisticados de diversificação contra um portfólio escolhido de vinte e cinco ações diversificado ingenuamente com a regra “1/n”. Os pesquisadores concluíram que nenhum

modelo apresentou consistentemente um índice de Sharpe ou retorno sobre o investimento melhor do que a regra de diversificação “1/n”.

3.4

Perigos da diversificação ingênua em planos de previdência de contribuição definida

A previdência complementar no mundo vem sofrendo grandes transformações. Os significativos e constantes incrementos na expectativa de vida dos seres humanos acarretaram mudanças bruscas na estrutura da previdência complementar. Antigamente, o indivíduo escolhia o benefício que gostaria de receber na aposentadoria e bastava o esforço para honrar as contribuições necessárias para alcançar o sonho da aposentadoria. Atualmente, as empresas e seguradoras, que ofereciam os antigos planos de benefício definido, modificaram suas ofertas para planos que acarretam num risco menor frente às mudanças da expectativa de vida.

Os planos de contribuição definida surgiram para mitigar os riscos da longevidade, pois foram estruturados de uma forma que os riscos durante a fase de acumulação, que dura normalmente mais de trinta anos, passe para o participante. Esta mudança amplia a capacidade das seguradoras e empresas de prever a expectativa de vida do indivíduo, pois diminui para 20 anos a necessidade de estimar a longevidade do participante. O plano de contribuição definida significa na maioria das vezes que o participante assume as responsabilidades de realizar as contribuições e a gestão dos investimentos necessários para sua aposentadoria.

A profunda mudança descrita na estrutura dos planos de previdência complementar preocupou os cientistas no que tange a capacidade do indivíduo de contribuir, escolher e gerir seus investimentos. O montante que um indivíduo necessita acumular para sua aposentadoria, na maioria das vezes, supera o valor de compra de um imóvel que normalmente é a decisão financeira mais relevante de um cidadão de classe média.

Utilizando o conhecimento adquirido pelo estudo de finanças comportamentais e mais profundamente os trabalhos sobre diversificação ingênua dos indivíduos, Bernartzi e Thaler (2001) apresentaram um relevante trabalho sobre a maneira pela quais os participantes de planos de previdência de contribuição definida realizam a escolha dos seus investimentos.

Os pesquisadores, preocupados com a maneira pelas quais os indivíduos escolhem seus investimentos em previdência complementar, aplicaram um questionário verbal onde os participantes deveriam decidir a forma como distribuir uma contribuição mensal de \$100 em previdência. O questionário foi aplicado em três grupos distintos de uma mesma massa. Cada grupo possuía dois fundos para alocar seus investimentos numa combinação entre as três opções descritas a seguir:

1. Fundo 100% em Renda Fixa;
2. Fundo 100% em Renda Variável;
3. Fundo Balanceado em 50% em Renda Variável e 50% em Renda Fixa.

Os grupos não possuíam informação sobre a rentabilidade dos fundos, a informação disponibilizada para escolha foi somente uma breve descrição da política de investimento do fundo.

O resultado obtido com a análise das respostas dos participantes demonstrou que quando ofertado um fundo de renda variável com outro de renda fixa, a alocação em ações fica em 54%. Quando ofertado um fundo de renda variável com outro balanceado com 50% em renda variável e 50% em renda fixa, o resultado da alocação em renda variável é de 73%. E ao final, quando oferece um fundo de renda fixa com outro balanceado com 50% em renda variável e 50% em renda fixa, o resultado obtido é uma alocação de 35% em renda variável.

Isto significa que a alocação num plano de contribuição definida pode variar muito de acordo com a composição dos fundos oferecidos aos participantes. Com o intuito de assegurar a afirmação, os pesquisadores realizaram o teste t comparando a alocação feita com a alocação preterida pelo grupo na alocação entre fundos com 100% em renda fixa e 100% em renda variável. A diferença entre as médias da alocação dos grupos foi altamente relevante.

Uma limitação importante colocada pelos pesquisadores sobre o teste anteriormente apresentado é o viés de escolha dos indivíduos sobre os termos “renda fixa” e “renda variável”. Com o intuito de mitigar esta tendência, os estudiosos aplicaram outro teste retirando os termos citados por demonstrações gráficas dos retornos dos fundos sem colocar uma descrição dos mesmos. Novamente foi ofertado um fundo 100% em renda variável, um fundo 100% em

renda fixa e outro balanceado 50% em cada classe. O gráfico dos fundos foi estruturado com os retornos anuais dos últimos 25 anos dos índices S&P 500 e *Lehman Aggregate Bond*. O resultado da pesquisa feita ratificou o resultado do questionário verbal. Os indivíduos alocaram de forma similar nas três opções de oferta de fundos feitas e pelo teste ANOVA, a diferença entre as alocações foi insignificante.

Bernartzi e Thaler (2001) confirmaram suas suspeitas com relação a maneira pelas quais os indivíduos lidam com uma escolha complexa que é a alocação dos investimentos de aposentadoria. Eles ratificaram que os indivíduos utilizam à estratégia simplista de diversificação heurística “1/n”. Isto significa que as opções de investimentos ofertadas num plano de previdência contribuição definida possuem grande influência na maneira pelas quais os participantes alocarão seus recursos destinados à aposentadoria.

A relevância do mercado de previdência complementar no Brasil somado a descoberta feita por Bernartzi e Thaler (2001) incentivaram a linha de pesquisa adotada, pois a relação direta entre oferta de investimento com a alocação dos investimentos dos participantes deve preocupar a todos e principalmente as autoridades governamentais, seguradoras e empresas que possuem relação com o mercado de previdência complementar. Caso contrário, teremos participantes de perfis, objetivos e idades distintas realizando alocações similares em função da oferta uniforme de opções de investimentos de aposentadoria.