



Alexia Dalcanale Bergallo

**Uma abordagem comportamental para a elaboração de
portfólios em multi-family offices**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Orientador: Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Rio de Janeiro

Abril de 2016



Alexia Dalcanale Bergallo

**Uma abordagem comportamental para a
elaboração de portfólios em
multi-family offices**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Carlos de Lamare Bastian Pinto

Grupo IBMEC

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 01 de abril de 2016

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

Alexia Dalcanale Bergallo

Arquiteta e Urbanista graduada na PUC-Rio e pós-graduada em Management pela mesma universidade, com dupla-diplomação pela Católica Porto Business School.

Ficha Catalográfica

Bergallo, Alexia Dalcanale

Uma abordagem comportamental para a elaboração de portfólios em multi-family offices / Alexia Dalcanale Bergallo ; orientador: Luiz Eduardo Teixeira Brandão. – 2016.

109 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2016.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Multi-family office. 3. Alocação de recursos. 4. Finanças comportamentais. I. Brandão, Luiz Eduardo Teixeira. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 1412508/CA

Aos meus pais.

Resumo

Bergallo, Alexia Dalcanale; Brandão, Luiz Eduardo Teixeira. **Uma abordagem comportamental para a elaboração de portfólios em multi-family offices**. Rio de Janeiro, 2016. 109p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esse estudo apresenta o modelo de negócios de *multi-family offices* e propõe uma abordagem prescritiva específica para a elaboração e manutenção de portfólios de investimentos, com objetivo de torna-los mais eficientes em servir os interesses de seus clientes. O aconselhamento financeiro – atividade central destas empresas – tem por essência guiar os clientes a tomarem decisões melhores. Para esse fim, a abordagem proposta incorpora elementos da teoria financeira comportamental, que confrontam a teoria econômica clássica para explicar o comportamento do investidor *normal* – isto é, sujeito a problemas de autocontrole, a dor do arrependimento, a vieses cognitivos, etc.. Entende-se que o processo de elaboração e manutenção de portfólios deva ser iterativo e dinâmico, movido pelo relacionamento e pela qualidade da comunicação entre as partes (gestor e investidor). Foi desenvolvido um modelo-base para nortear esse processo, identificando e estabelecendo uma relação entre os diferentes componentes de risco envolvidos, dentre eles a tolerância, a capacidade e a atitude ao risco. Além disso, são incorporados os objetivos do cliente, seus valores, o horizonte de investimento, a filosofia da empresa e a aculturação comportamental financeira – tanto do investidor quanto do gestor. Essa abordagem pressupõe os gestores como verdadeiros educadores, apresentando recomendações práticas para que entendam o seu próprio comportamento, melhorando as suas decisões e o seu entendimento sobre as motivações de seus clientes. Isso os tornará melhores em servi-los e educa-los, favorecendo a retenção no longo prazo.

Palavras-chave

Multi-family office; alocação de recursos; finanças comportamentais.

Abstract

Bergallo, Alexia Dalcanale; Brandão, Luiz Eduardo Teixeira (Advisor). **A behavioral framework for portfolio construction in multi-family offices.** Rio de Janeiro, 2016. 109p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study presents the *multi-family office* business model and proposes a specific approach to the construction and management of investment portfolios, in order to make them more efficient at serving their clients' interests. Financial advisory – the *multi-family offices'* core activity – is aimed at guiding clients towards making better decisions. For this purpose, the proposed framework incorporates elements of behavioral finance, which confronts standard economic theory in order to explain the behavior of *normal* investors; that is, subject to self-control problems, the pain of regret, cognitive biases and so on. It is understood that the portfolio elaboration and management process must be iterative and dynamic, relationship-driven and guided by the quality of communication between the parties (manager and client). A base-model was developed to guide this process, identifying and relating the different risk components that are involved, such as tolerance, capacity and risk attitude. Furthermore, it incorporates the client's objectives, values, investment horizon, the company's philosophy and both the client's and manager's behavioral finance knowledge. This approach foreshadows the manager as a true educator, presenting practical recommendations so that they can better understand their own behavior, improving their decisions and knowledge regarding their clients' motivations. This will make managers better at serving and educating them, favoring long-term retention.

Keywords

Multi-family office; asset allocation; behavioral finance.

Sumário

1 Introdução	12
2 Contextualização e revisão da literatura	15
2.1. Multi-family office	15
2.1.1. Surgimento e evolução	15
2.1.2. Definição	17
2.1.3. Serviços	20
2.1.3.1. Gestão de investimentos	21
2.1.3.2. Planejamento avançado	23
2.1.3.3. Serviços administrativos	24
2.1.3.4. Serviços de <i>lifestyle</i>	25
2.1.3.5. Investment banking	25
2.1.4. Desafios e o que os clientes esperam do <i>MFO</i> de hoje	26
2.1.5. A indústria na atualidade	28
2.2. Alocação de recursos financeiros	30
2.2.1. Perfil do investidor, universo de produtos e estrutura de investimentos	30
2.2.1.1. Perfil do investidor	30
2.2.1.2. Universo de produtos financeiros	34
2.2.1.3. Estrutura de investimentos	40
2.2.2. <i>Managing managers</i>	44
2.2.2.1. Filosofia de investimento	44
2.2.2.2. Princípios de investimento	45
2.2.3. Exemplos reais de filosofia de investimento	46
3 Comportamento do investidor	48
3.1. Finanças comportamentais	48
3.2. <i>Econs vs. humans</i>	50
3.3. A mente como 2 sistemas	51
3.4. Heurísticas e vieses decisórios: conceito	53
3.5. Por quê a abordagem de <i>Heuristics & Biases</i> (HB)?	54

3.5.1. Condições necessárias para o desenvolvimento de habilidades intuitivas	59
3.5.2. Experiência Fracionada	60
3.6. Heurísticas e vieses: identificação e análise	61
3.6.1. Representatividade	62
3.6.1.1. Insensibilidade ao tamanho da amostra	63
3.6.1.2. Equívocos quanto ao acaso	63
3.6.1.3. A lei dos pequenos números	64
3.6.1.4. Insensibilidade à previsibilidade	64
3.6.1.5. Ilusão de validade	65
3.6.1.6. Regressão à média	66
3.6.1.7. Falácia da conjunção	67
3.6.2. Disponibilidade	67
3.6.2.1. Facilidade de recuperação de casos	68
3.6.2.2. A eficácia de um conjunto de busca	69
3.6.2.3. Vieses de imaginação	69
3.6.2.4. Correlação Ilusória	70
3.6.3. “O que vemos é tudo o que existe” (“WYSIATI”)	71
3.6.4. A heurística do afeto	72
3.6.5. Ancoragem	73
3.6.6. A falácia dos custos irrecuperáveis: contabilidade mental e o efeito da disposição	74
3.7. Evolução da Teoria Comportamental	75
3.7.1. Os efeitos de possibilidade e certeza	81
3.7.2. Falhas na teoria do prospecto	84
4 Modelo proposto	85
4.1. Ambiente de escolha – Diagrama 1/6 (Anexo)	86
4.2. Modelo-base – Diagrama 2/6 (Anexo)	88
4.2.1. Objetivos	89
4.2.2. Capacidade de risco (R_C) e tolerância ao risco (R_T)	89
4.2.3. Atitude do gestor (R_{AG}) e do investidor (R_{AI}) ao risco	90
4.2.4. Risco do portfólios (R_P)	92
4.3. Tomada de decisão sob incerteza – Diagrama 3/6 (Anexo)	93

4.4. Os 10 elementos do comportamento <i>normal</i> – Diagrama 4/6 (Anexo)	93
4.5. Proteção dos vieses: recomendações práticas – Diagrama 5/6 (Anexo)	95
4.6. Política de elaboração e manutenção de portfólios em <i>MFOs</i> – Diagrama 6/6 (Anexo)	95
5 Conclusão	96
6 Referências	98

Anexo

Modelo Diagrama 1/6 - Ambiente de Escolha	103
Modelo Diagrama 2/6 - Modelo-base	104
Modelo Diagrama 3/6 - Tomada de decisão sob incerteza	105
Modelo Diagrama 4/6 - Os 10 elementos do comportamento <i>normal</i>	106
Modelo Diagrama 5/6 - Proteção dos vieses: recomendações práticas	107
Modelo Diagrama 6/6 - Política de Elaboração e Manutenção de Portfólios em <i>MFOs</i>	109

Lista de figuras

Figura 1: Mapeamento do perfil do investidor	32
Figura 2: Estrutura de investimentos de uma carteira no Brasil – 2015.....	40
Figura 3: Investimento através de um fundo exclusivo/restrito	40
Figura 4: Fundo exclusivo/restrito como veículo de concentração de risco	42
Figura 5: Estrutura de investimentos de uma carteira no exterior – 2015	43
Figura 6: Processo de aprovação de investimento em um novo gestor.....	46
Figura 7: A função de utilidade esperada de Bernoulli (1738; 1954).....	77
Figura 8: A função de utilidade de Bernoulli exemplificada por Kahneman (2011)	78
Figura 9: Escolha entre prospectos com riquezas iniciais diferentes.....	79
Figura 10: Uma função de valor hipotética.....	80
Figura 11: Uma função de peso hipotética	82
Figura 12: O padrão quádruplo de atitudes frente ao risco.	83

Lista de tabelas

Tabela 1: Serviços do Family Office	21
Tabela 2: Tipos de crédito	37
Tabela 3: O homem econômico (teoria clássica) e o homem humano (teoria comportamental)	50
Tabela 4: <i>Naturalistic Decision Making</i> versus <i>heuristics & biases</i>	59
Tabela 5: Diretrizes da empresa e abordagem na gestão dos investimentos financeiros..	87

1

Introdução

O aconselhamento financeiro é uma atividade prescritiva, cujo objetivo principal é o de orientar os investidores a tomarem decisões mais racionais, que melhor servem os seus interesses. Para que os gestores aconselhem com eficácia, eles devem ser guiados por uma imagem precisa das fraquezas cognitivas e emocionais dos investidores (e suas próprias), relativas a tomada de decisões financeiras. Essas fraquezas do investidor envolvem uma avaliação ocasionalmente defeituosa de seus próprios interesses e verdadeiros desejos, os fatos relevantes que eles tendem a ignorar e os limites de sua habilidade em aceitar conselhos e de conviver com as decisões que tomam (KAHNEMAN & RIEPE, 1998).

O presente estudo tem como tema a alocação de recursos financeiros no contexto de um *multi-family office* (*MFO*), com foco na compreensão do perfil do investidor a partir de uma abordagem financeira comportamental. Ele examina um tipo de empresa muito particular, até então pouquíssimo explorada na literatura acadêmica, que diferencia-se das gestoras de patrimônio tradicionais (*wealth management companies*) por oferecer uma estrutura isenta de conflitos de interesses e serviços que englobam diversas esferas do patrimônio – como o planejamento sucessório, fiscal e educação financeira familiar.

Com os crescentes níveis de riqueza após a revolução industrial, a necessidade de preservação de riqueza entre gerações múltiplas deu início aos *single-family offices* – estruturas criadas para gerir os ativos de uma única família com patrimônio financeiro muito elevado, atendendo às suas necessidades e moldadas por suas especificidades. O surgimento dos *multi-family offices* se deu em duas vertentes: através da abertura de portas dos *single-family offices* à outras famílias com necessidades e valores similares – buscando ganhos de escala e uma gestão de riqueza mais sofisticada e profissional – ou pela transformação de gestoras financeiras tradicionais, que foram atraídas pelo modelo mais transparente, com visão de longo prazo e orientado à prestação de serviços (e não oferta de produtos) inerente aos *MFOs*.

Com a atratividade do modelo à famílias detentoras de grandes fortunas que pretendem perpetuar a sua riqueza, cultura e valores através das gerações, a indústria de *family offices* vem ganhando espaço – a estimativa é que hoje existam pelo menos 20.000 *single* e *multi-family offices* ao redor do mundo, com um ticket mínimo de aproximadamente 25 milhões de dólares por família no caso dos *multi* (EFFINGER & COLLINS, 2015). Em paralelo a atratividade do modelo – esta que é potencializada em meio a um contexto político-econômico instável – temos a informação de que a população mundial de bilionários no mundo atingiu seu *high* histórico em 2014, com 2.325 indivíduos detendo um patrimônio financeiro superior a 1 bilhão de dólares (WEALTH-X & UBS, 2014)¹. Estima-se que esse número ultrapassará 3.800 indivíduos em 2020, o que apresenta uma oportunidade inquestionável de engajamento com esse segmento para gestores de grandes fortunas. As gestoras independentes de gestão de patrimônio no Brasil – dentre elas *MFOs* – gerem hoje aproximadamente 921 bilhões de reais (CAVALCANTI, 2015).

A indústria de *MFOs* está ganhando cada vez mais espaço e, com a oportunidade de crescimento, surge o desafio de se renovar e manter a qualidade dos serviços prestados. O presente estudo tem como elemento central a gestão de expectativas – um fator crucial para o sucesso dessas empresas, especialmente se elas pretendem crescer mantendo-se fiéis aos valores que constituem um autêntico *multi-family office*. Para gerir expectativas em um ambiente no qual o serviço central é a gestão dos recursos financeiros, é fundamental que se compreenda ao máximo o perfil do investidor – transpondo os seus valores, objetivos, restrições e tolerância à risco ao seu portfólio de investimentos. Em paralelo, é igualmente importante ser transparente como empresa, deixando claro o seu perfil e mandato.

Três fatores nortearam essa pesquisa: (i) a ausência de estudos sobre *MFOs* em contraponto à relevância do seu papel na atualidade, (ii) a ausência de abordagens específicas à alocação de recursos financeiros em empresas que se propõem a ter uma visão mais holística sobre o patrimônio de seus clientes – como *Wealth Management Companies* e *Family Offices* e (iii) a necessidade de um conhecimento mais profundo acerca de escolhas e julgamentos, que requer um vocabulário específico que não é dominado por grande parte dos gestores e investidores.

¹ O Brasil é o nono país no mundo em número de bilionários.

O objetivo deste estudo é, portanto, desenvolver uma abordagem prescritiva para a elaboração e manutenção de portfólios adequados em um *multi-family office*, entendendo que este é um processo iterativo e dinâmico, movido pelo relacionamento e pela qualidade da comunicação entre as partes. Essa abordagem será desenvolvida com base nos componentes de finanças comportamentais, que confrontam a teoria moderna financeira para explicar o comportamento do investidor *normal* – isto é, sujeito a problemas de autocontrole, a dor do arrependimento a vieses cognitivos e assim por diante. Profissionais que entendem finanças comportamentais entenderão o seu próprio comportamento, melhorando suas decisões e sendo capazes de aprimorar o seu entendimento sobre as motivações de seus clientes – tornando-se melhores em servi-los e educa-los (STATMAN, 1995).

Este trabalho está organizado da seguinte forma: após esta introdução, o Capítulo 2 a seguir, contextualiza os *multi-family offices*, destrinchando as suas particularidades, apresentando os diversos serviços por eles prestados e mapeando sua evolução até os dias de hoje. Ainda no Capítulo 2, será abordado o conceito e os processos inerentes a alocação de recursos financeiros em um *MFO*, mostrando a relevância de aspectos como o perfil do investidor, as características dos mercados financeiros e a filosofia de investimentos da empresa. O Capítulo 3 explora a fundo o universo das finanças comportamentais, focando nas características do julgamento e escolhas sob incerteza, com base nos principais experimentos realizados por seus proponentes – em especial Amos Tversky e Daniel Kahneman. O Capítulo 4 costura aquilo que foi identificado nos Capítulos 2 e 3 e propõe um modelo comportamental para a elaboração e manutenção de portfólios em *multi-family offices*, que reforça a importância de políticas e processos de investimento bem estruturados. Por último, são apresentadas as conclusões, as limitações dessa pesquisa e sugestões para trabalhos futuros.

2

Contextualização e revisão da literatura

2.1.

Multi-family office

O *multi-family office* atua como diretor financeiro e administrativo de famílias, tendo como principal foco a administração global e diversificada do patrimônio das mesmas, visando a manutenção do patrimônio no longo prazo. Em sua concepção mais legítima, é uma empresa que atua de forma independente e imparcial, sem produtos próprios, fornecendo serviços de planejamento e consultoria nas áreas financeira, contábil, fiscal, jurídica, previdenciária, imobiliária, de governança familiar e de filantropia. Essa atuação abrangente tem como objetivo integrar os serviços necessários para proteger e preservar o patrimônio de um número restrito de famílias criteriosamente selecionadas, orientando-as a fim de melhorar a sua qualidade de vida e preservar sua herança cultural (TURIM, 2005).

2.1.1.

Surgimento e evolução

Historicamente, entre 150 e 200 anos atrás, *family offices* eram do domínio de famílias como os Rothschilds, Guggenheims e os Rockefellers – famílias grandes e multigeracionais, com negócios e uma riqueza significativa para gerir. Esses *family offices* envolviam grandes infraestruturas e eram usados como forma de passar a riqueza às gerações seguintes, abordando todas as questões relevantes envolvidas na preservação do seu patrimônio (GROVE, 2015).

Aos poucos e – em consistência com seu grande respeito por privacidade – de forma silenciosa, *family offices* fundados para atender às necessidades de uma única e abastada família começaram a abrir suas portas (geralmente anônimas) a outros clientes. O Bessemer Trust em Nova Iorque fez esse movimento 1975, seguido pelo Laird Norton Trust (hoje Laird Norton Tyee) em Seattle, em 1979. Esse universo emergente de *multi-family offices* foi crescendo, uma vez que essas famílias começaram a perceber que haviam reunido um grupo de experts e uma infraestrutura que poderiam ser úteis a outras famílias que se encontrassem na mesma situação. Sendo assim, novos entrantes eram tipicamente o resultado de uma fusão entre *single-family offices*, buscando diluir seus custos e compartilhar conhecimento a uma base ampliada de clientes (BEER, 2004).

O movimento começou a acelerar na década de 80 e 90, com o *boom* na economia que elevou a quantidade de famílias de alto patrimônio. Paralelamente, houve uma série de fusões entre bancos, levando os mesmos a vivenciarem um tumulto organizacional que causou um forte declínio na qualidade de serviços oferecidos por departamentos de *trust* e setores de *private banking* à clientes abastados. Por oferecerem gestão financeira sofisticada e uma ampla gama de serviços especiais, os *multifamily offices* encontraram-se idealmente posicionados para ganharem mercado, o que resultou em um acelerado crescimento a partir dos anos 2000 (BEER, 2004). O modelo de *MFO* tornou-se rapidamente uma das mais almejadas plataformas para a gestão de grandes fortunas, o que não apenas deu continuidade ao movimento de transformação de *single-family offices* em *multifamily* na virada do século (como o Whittier Trust Company of South Pasadena, Calif., em 1999 e o Tolleson Group of Dallas, Texas, em 2000), mas também levou profissionais e firmas de *wealth management* de grandes instituições financeiras (como o U.S. Trust Company of New York e Oxford Financial Services) a adotarem o referido modelo (BEER, 2004; HAMILTON, 2002). Além disso, houve um grande número de aquisições de *MFOs* já estabelecidos como, por exemplo, o Frye-Louis Capital Management Inc. Em 2001 – então décimo maior *MFO* nos EUA, com US\$ 1,5 bi sob gestão – pelo Credit Suisse Private Banking (HAMILTON, 2002). Os ganhos de sinergia apontados por Hamilton (2002) eram, para o Frye-Louis, a capacidade de expandir mais rapidamente, enquanto o Credit Suisse obteve acesso ao expertise inerente à estrutura do *MFO*.

A capacidade de expandir como benefício de uma aquisição é, todavia, um ponto duvidoso. Apesar de obter acesso à tecnologias mais avançadas, à uma base de ativos mais ampla para diversificar os produtos e poder atrair e reter melhores profissionais (BEER, 2004; HAMILTON, 2002), no momento da aquisição, o *MFO* entrega também ao comprador parte de sua independência de atuação e tomada de decisão. Nesse sentido, ele perde parte dos atributos e valores que antes o qualificavam como um autêntico *MFO* – uma estrutura independente e imparcial, que visa a ausência de conflitos de interesses por não oferecer produtos aos seus clientes. Beer (2004) diz que “*é cada vez mais verdadeira a afirmação de que você pode vender produtos ou serviços a esse tipo de cliente, mas não pode vender ambos – e nem deve tentar.*” (p.85).

A crise financeira de 2008 foi mais um fator que gerou oportunidades para o aumento na atratividade de *MFOs* – modelo este que influenciou tanto investidores detentores de grandes fortunas quanto instituições financeiras, que viram seus modelos de negócios perderem a credibilidade. Devido ao grande tumulto que a crise ocasionou nos mercados financeiros – refletidos na alta volatilidade nos mercados de ações, taxas de títulos de renda fixa atingindo *lows* históricos e diversos casos altamente divulgados de fraude e más práticas por instituições e indivíduos do mercado financeiro – as pessoas tiveram a sua confiança reduzida em consultores de investimentos (ELLIOTT, 2013). Tendo isso em vista, passaram a buscar, cada vez mais, gestores de patrimônio com foco no cliente. Elliott (2013) destaca o aumento no número de firmas adotando, na descrição de sua orientação, termos como “independente”, “sem conflitos” e “ética”.

2.1.2. Definição

Grove (2015) identifica a motivação para a criação da maioria dos *multifamily offices* como sendo a lucratividade e a possibilidade de alavancar a infraestrutura entre múltiplas famílias, enquanto o uso dos *single-family offices* é mais relacionado ao controle, confidencialidade e autonomia – e menos com os aspectos técnicos da gestão do patrimônio. A autora aponta ainda a principal mudança nos *multi-family offices* ao longo do tempo como sendo a alteração de uma mentalidade orientada para a família, para a mentalidade orientada aos negócios, que pode ser explicada pela limitação das margens de lucro em função do alto grau de customização dos serviços, identificada anteriormente por Hamilton (2002). Nesse sentido, do ponto de vista do modelo de negócios, os *MFOs* buscam um modelo cada vez mais profissional, visando uma estrutura com benefícios de escala, para que possam atrair famílias com menos recursos do que as que poderiam fundar e gerir os seus próprios *single-family offices*. Hamilton (2002) identificou a parcela de liquidez mínima do patrimônio dessas famílias em US\$ 20 milhões² e, mais recentemente, Grove (2015) identificou o patrimônio mediano em liquidez em US\$ 36 milhões (sendo US\$ 89 milhões o patrimônio mediano total). Os números apresentados representam patrimônios significantes, mas não o suficiente para viabilizar a estrutura de um *single-family office*. Tratando-se destes, os números obtidos por Grove (2015) apontam para um intervalo entre US\$ 600 milhões e US\$ 1 bilhão, ou mais.

² 18.000 indivíduos nos EUA tinham ativos de US\$ 30 milhões ou mais em 2001, de acordo com o Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young's World Wealth Report 2002.

Quando o universo dos *MFOs* era ainda incipiente – contexto sob o qual se desenvolveram os artigos de Hamilton (2002) e Beer (2004) – era difícil definir o conceito exato desse tipo de empresa, assim como os serviços oferecidos pelas mesmas. Hamilton (2002) apresenta como definição “*uma empresa multidisciplinar, que oferece aconselhamento financeiro integrado aos seus clientes em oito ou nove principais categorias (...) os serviços oferecidos devem incluir planejamento fiscal e imobiliário, estratégia de investimentos, governança, gerenciamento de riscos, gestão de estilo de vida, manutenção de registros e relatórios, continuidade familiar e filantropia.*”(p.40). Beer (2004), relata que não há consenso no que constitui um *MFO*, apresentando uma série de atributos quantitativos e qualitativos, identificados no grupo de 64 *MFOs* que constituem o universo de sua pesquisa. Além da amplitude dos serviços prestados, vale destacar a vocação da empresa em orientar as famílias acerca dos benefícios que podem ser extraídos do seu patrimônio pela atuais e futuras gerações, permitindo que elas usufruam desse patrimônio, entendendo-o “*como uma benção, e não como um pesar*” (p.81).

Por serem muito diferentes entre si – tanto em escopo, quanto em escala – até hoje é difícil encontrar uma definição de modelo e dos serviços prestados que se aplique a todos os *MFOs*. O que se pode dizer é que um dos elementos mais importantes inerente a esse modelo é a capacidade de coordenar e interligar os serviços oferecidos objetivamente, de maneira customizada para cada família, colocando os interesses das mesmas em primeiro lugar. Nesse sentido, é interessante ver como os próprios *MFOs* se apresentam. Foram extraídos alguns exemplos de *MFOs* importantes e bem conceituados ao redor do mundo que são apresentados a seguir.

Myer Family Company – Austrália: “*Um family office de sucesso é um administrador estável. Ao olhar para o contexto global, a partir de todos os ângulos, nós desenvolvemos planos a fim de garantir a prosperidade e longevidade do seu patrimônio. Isso envolve entender e desmembrar as complexidades, para que nós possamos responder a elas adequadamente. Isso também envolve um constante monitoramento e contato, para que possamos revisar e, quando necessário, estender a outros serviços de nossa gama multidisciplinar para o seu benefício. (...) Nós entendemos que com o dinheiro vêm uma grande responsabilidade. E, grandes responsabilidades trazem questões desafiadoras. Nós nos especializamos em escutá-lo, em desenharmos estratégias para o patrimônio privado que emanam de questões em sua mente. Cada circunstância é diferente, mas juntos podemos definir e planejar para aquilo que lhe é mais importante. Então vamos começar...*”³

³ Myer Family Company – www.mfco.com.au – acesso em setembro de 2015. (Tradução livre).

Sandaire – Inglaterra: “Aqui no Sandaire nós mantemos a proximidade àquilo que nos é mais importante: as oportunidades de crescer e proteger o patrimônio de nossos clientes. Nós oferecemos aconselhamento imparcial e decisivo, entregues de forma transparente e pensada. Os nossos fortes princípios de negócios se refletem em gerações de gestão de patrimônio, e na abordagem pioneira de investimentos, central às fundações da companhia. Nós nunca nos esquecemos da importância de ir além do convencional e de pensarmos de forma criativa e original sobre os desafios da gestão de investimentos. Nós somos imparciais e independentes, sem produtos próprios para oferecer e sem incentivos que favoreceriam determinadas estratégias, classes de ativos, ferramentas de investimentos ou terceiros. Nós operamos um modelo transparente e com remuneração uniforme.”⁴

HQ Trust – Alemanha: “Por mais de 30 anos, nós temos providenciado a preservação e crescimento de grandes fortunas de geração a geração. Nós consistentemente evitamos qualquer conflito de interesses. A nossa equipe de longa data garante serviços especiais aos nossos clientes, serviços estes que são embasados nos altos padrões da família Harald Quandt. Deste modo, nós sempre levamos em consideração os ativos de nossos clientes, assim como o seu contexto legal, fiscal e pessoal. Essa é uma abordagem essencial para a gestão de recursos de sucesso. Nós promovemos a lealdade dos nossos clientes, tendo praticamente todos eles ficado conosco para sempre.”⁵

Turim – Brasil: “Integramos os serviços necessários para proteger, preservar e aumentar o patrimônio das famílias clientes. Para tanto, nossa imparcialidade em serviços de planejamento e assessoria nas áreas financeira, contábil, fiscal, jurídica, previdenciária, imobiliária, seguros, governança familiar e filantropia é fundamental. Oferecemos todos estes serviços de forma abrangente, orientando as famílias com o objetivo de aumentar sua qualidade de vida e preservar sua herança cultural. O atendimento personalizado devido ao número restrito e selecionado de clientes, de acordo com o perfil de cada indivíduo ou família, é o diferencial que a Turim coloca ao dispor de seus clientes.”⁶

Consenso – Brasil: “A Consenso é um multi-family office, responsável pela gestão do patrimônio de um grupo reduzido de famílias, tendo como objetivo a sua perpetuação. Desvinculada de qualquer instituição financeira, a Consenso tem independência para tirar conclusões sobre os cenários econômicos e as melhores opções de investimento. Com isso, o aconselhamento e a orientação são feitos de maneira precisa e imparcial, isentos de quaisquer outros interesses que não os do cliente. Essa isenção é garantida também pela forma como seu trabalho é remunerado: exclusivamente pelo cliente, com base no patrimônio pelo qual é responsável.”⁷

⁴ Sandaire Investment Company – sandaire.com – acesso em setembro de 2015. (Tradução livre).

⁵ HQ Trust – hqtrust.de/en/ – acesso em setembro de 2015. (Tradução livre).

⁶ Turim Family Office & Investment Management – www.turimbr.com – acesso em setembro de 2015.

⁷ Consenso – www.consenso-br.com – acesso em setembro de 2015.

Northwood Family Office – Canada: “O Northwood Family Office é um family office boutique, que oferece uma gestão patrimonial abrangente para famílias canadenses e globais detentoras de grandes fortunas. (...) O nosso papel como family office é desenvolver um plano integrado para a o patrimônio familiar, e identificar áreas que exijam expertise e atenção específicos. Nós tipicamente trabalhamos conjuntamente com os contadores e advogados de nossos clientes, especialmente quando existe há anos um relacionamento de confiança. Se os nossos clientes não têm assessores de confiança em determinadas áreas, nós introduziremos à eles alguém da nossa rede de especialistas, que nós acreditamos ser o melhor para atender às suas necessidades.”⁸

Pitcairn – EUA: “O acúmulo de riqueza gera tanto oportunidades raras quanto grandes desafios. Os membros de famílias lidam como uma série de responsabilidades que envolvem a gestão de seus investimentos, o monitoramento de bens, planejamento fiscal, a coordenação de declarações de renda e doações filantrópicas, e manter-se atualizado com o fluxo constante de documentos burocráticos. Ajudar as famílias a tratar dessas necessidade únicas é a razão de ser do Pitcairn. Nossa longa experiência como um family office nos permite não apenas ajudar a família a administrar o dia-a-dia, mas também a ajuda-las a pensar fora da caixa, se antecipando e estando preparadas para transições planejadas, que são a marca de famílias bem sucedidas.”⁹

Conforme exemplificado, alguns elementos centrais podem ser identificados. Colocar as famílias em primeiro lugar, atuar com imparcialidade e transparência, prestar serviços altamente customizados, ter uma abordagem global e interdisciplinar, atuar com profissionalismo e ter visão de longo prazo – visando a perpetuação do patrimônio – são alguns dos temas recorrentes e que constroem os conceito de *multi-family office*. Os valores apresentados pelas empresas selecionadas orbitam os elementos previamente identificados, sendo eles: independência, confiança, imparcialidade, integridade, objetividade, dedicação, *empowerment* (dos membros das famílias, encorajando-os a assumir responsabilidade sobre o seu patrimônio), confidencialidade, transparência e profissionalismo.

2.1.3. Serviços

A abordagem global do patrimônio – guiada pelos valores centrais a cada empresa – é endereçada através de uma ampla gama de serviços, que podem ser categorizados em cinco grandes classes que serão exploradas a seguir (Tabela 1): gestão de investimentos, planejamento avançado, serviços administrativos, serviços de *lifestyle* e *investment banking* (GROVE, 2015). O autêntico *family office* é remunerado apenas pelo primeiro

⁸ Northwood Family Office – www.northwoodfamilyoffice.com – acesso em setembro de 2015. (Tradução livre).

⁹ Pitcairn – www.pitcairn.com – acesso em setembro de 2015. (Tradução livre).

item (gestão de investimentos), estando os outros incluídos nas taxas de gestão e performance acordadas. Isso só não se aplica quando prestadores de serviços externos estão envolvidos – nesse caso, eles são remunerados diretamente pelo cliente, podendo o *MFO* auxiliar na negociação de custos.

Exhibit 1. Family Office Services				
Investment Management	Advanced Planning	Administrative Services	Lifestyle Services	Investment Banking
Policy and governance	Tax mitigation	Financial reporting and recordkeeping	Family security	Buying and selling
Manager selection	Estate planning	Data aggregation	Concierge services	Business interests and other assets
Portfolio construction	Wealth transfer	Bill payment	Private health care	Capital raising
Direct investments	Business succession	Tax preparation	Philanthropy	Loan sourcing
Research and analysis	Asset protection	Day-to-day office operations	Advisory services	Investor sourcing
	Charitable gifts	Certified public accountant (CPA)/accounting duties	Family education	
			Fine art and collectibles	
			Property management	

Tabela 1: Serviços do Family Office
Fonte: GROVE (2015)

2.1.3.1. Gestão de investimentos

A maioria dos *MFOs* tem como função central a gestão de recursos financeiros – os outros serviços oferecidos orbitam este. No caso de *single-family offices*, Grove (2015) relata ter encontrado poucos casos que não administram internamente seus próprios recursos financeiros – nesses casos, o *family office* foi criado para atuar mais como uma estrutura de proteção para os membros da família. De toda forma, tanto os *single* quanto os *multi-family offices* são estruturados para ajudarem seus clientes a terem uma visão sobre seus investimentos financeiros (o mesmo vale, de forma crescente, para toda a indústria de *wealth management*). Essa visão centralizada na gestão liquidez independe da gestão ser feita internamente, ou de ser terceirizada.

A gestão de investimentos tem significado diferente para diferentes *family offices*. Para alguns, significa ter uma equipe de gestão própria com uma estratégia de investimento estabelecida – incluindo um comitê de investimento, processos para a construção de portfólios e uma gestão contínua. Para outros, a gestão é feita de forma menos robusta, sendo os gestores “*managers of managers*”. Há ainda o caso menos comum (especialmente tratando-se de *MFOs*) dos que terceirizam tudo (GROVE, 2015). O grau de envolvimento também é diferente entre um *single* e um *multi-family office*: o segundo, que é o foco desse estudo, geralmente é um gestor de investimento registrado junto aos órgãos específicos de cada local (no caso do Brasil a CVM e a Anbima), e opera

como um consultor de investimento tradicional – com processos de investimento estruturados e com constante supervisão.

O autêntico *multi-family office*, que busca ter os seus interesses sempre alinhados com os de seus clientes, não pode oferecer produtos próprios, pois isso gera um conflito de interesses nítido. Dessa forma, podemos assumir que o modelo de gestão de investimentos mais adequado a um *MFO* é o de alocar recursos (versus gerir diretamente os recursos) – direcionando os investimentos à fundos e produtos de terceiros e jamais aceitando rebates ou comissões dos mesmos. A robustez e sofisticação da estrutura de investimentos dependerá do tamanho da empresa e do volume do patrimônio líquido sob gestão. Uma estrutura mais robusta certamente precisará de um comitê de investimentos, responsável por definir e acompanhar o cumprimento das políticas de gestão dos produtos de investimento e fundos, assim como uma equipe de *compliance*, responsável por garantir que a empresa esteja cumprindo com as leis e normas expedidas por entidades reguladoras e autorreguladoras às quais a empresa esteja sujeita. Quanto maior a estrutura, maior deverá ser também a preocupação com a gestão de risco dos investimentos e risco operacional.

É importante ressaltar que a gestão da liquidez em um *MFO* é feita como uma visão holística sobre os objetivos da família, que deve certamente ir além dos objetivos financeiros no momento da elaboração de um portfólio. Ou seja, apesar de o portfólio ser restrito a investimentos financeiros, ele deve ser o produto de uma reflexão sobre o patrimônio e objetivos globais do cliente, que incluem diversos ativos e ambições “não financeiros”. O Myers Family Company (2015), por exemplo, oferece “aconselhamento meticuloso acerca da definição do que o cliente deseja atingir com a sua riqueza, ajudando a tomar as medidas certas em direção a isso”. O Sandaire (2015) define como sua primeira tarefa, denominada de “avaliação”, como sendo o “estabelecimento de um sentido completo das circunstâncias de cada cliente, assim como o propósito subjacente e os objetivos que eles têm para o capital confiado que nos é confiado”. Quando os objetivos de médio e longo prazo dos clientes ficam claros, eles formulam “uma estratégia de investimento imparcial, sob medida: combinando performance com ambição individual”. Diversos outros exemplos de uma preocupação com a visão global e alinhamento com objetivos aparecem nas páginas dessas empresas como, por exemplo: “Nós trabalhamos para garantir que os investimentos de nossos clientes sejam geridos em consistência com seus objetivos” (Northwood Family Office, 2015) e “Investir com a família em mente é a nossa recomendação, cultura, princípio orientador e a perspectiva dominante sob a qual nós gerimos os seus ativos” (PITCAIRN, 2015)

Os processos envolvidos na alocação de investimentos em *MFOs* – que são de interesse central a esse estudo – serão explorados mais à frente no Capítulo 2.

2.1.3.2. Planejamento avançado

A segunda classe de serviços identificada por Grove (2015) é o planejamento avançado. Essa categoria abrange uma série de serviços, como o planejamento fiscal e tributário e o planejamento sucessório familiar.

O aumento da complexidade no sistema regulatório e tributário global requer um constante monitoramento das estruturas legais e fiscais. Sendo assim, no âmbito do planejamento fiscal e tributário, a ideia é obter eficiência no portfólio de ativos financeiros e não financeiros, desenvolvendo estratégias que contemplem impostos sobre a renda, ganhos de capital e sobre a transmissão de bens. Isso envolve a avaliação e/ou criação de estruturas que otimizem essas questões, e a análise e negociação dos custos inerentes a incorporação e manutenção das estruturas em si. Um exemplo são as estruturas de investimento no exterior, que podem ser montadas de diversas formas, como através de empresas privadas de investimento.

O planejamento sucessório trata da antecipação aos eventos de sucessão, trabalhando em conjunto com as famílias para entender suas particularidades, buscando soluções customizadas para as complexidades regulamentares e tributárias em um ambiente global. No Brasil, esse tipo de planejamento poderá envolver a elaboração de testamentos, doações com e sem gravames, planos de previdência privada, governança familiar e inventários. No exterior, envolve a interface com advogados e contadores, a coordenação da implementação de *Trusts*, e o tratamento societário e tributário da situação do não residente no Brasil – caso seja este o caso de algum parente.

Outros tipos de serviços na classe de planejamento avançado incluem filantropia, assim como a sucessão de empresas familiares – uma vez que parte do patrimônio das famílias muitas vezes está em seus negócios.

Entre quinze e vinte anos atrás, a maioria dos serviços de planejamento avançado eram implementados isoladamente. Atualmente, tem havido maior integração entre as áreas de planejamento avançado e de gestão de investimentos, o que promove resultados mais específicos e um maior grau de satisfação dos *wealthholders*. Por exemplo, quando um assessor trabalha com um cliente para desenvolver uma estratégia de investimento que leva em conta e apoia a sua estratégia tributária e filantrópica, é mais fácil para o cliente compreender e reconhecer que o assessor está ajudando a tratar de suas preocupações e prioridades. O planejamento avançado está se tornando cada vez mais importante a medida que mais riqueza é gerada, e que as pessoas estão mais preocupadas sobre a maneira como essa riqueza é passada para as gerações seguintes ou para as organizações e causas de seu interesse. Dessa forma, o cliente de hoje busca um discurso

mais aberto com seus assessores com relação ao que realmente desejam fazer com a sua riqueza, buscando aconselhamento direcionado a como esta deverá ser estruturada e como devem conversar sobre isso como os seus familiares. Eles querem saber como o patrimônio poderá ter o maior impacto possível para os herdeiros e como esses poderão protegê-lo (GROVE, 2015).

2.1.3.3. Serviços administrativos

Essa classe envolve a consolidação de dados através de diversas plataformas, para que as famílias vejam e compreendam aqueles dados com facilidade. Ela engloba a produção de relatórios patrimoniais, o arquivamento de dados e documentos e serviços de contabilidade.

O *family office* se responsabiliza pela interface com as instituições financeiras no envio e recebimento de informações e documentos referentes as operações por ele realizadas (recursos sob gestão do *family office*), e muitos também se propõem a consolidar ativos que estejam sob gestão de terceiros. Nesse segundo caso, para que a consolidação seja feita com um olhar crítico sobre o patrimônio e rentabilidade da carteira (e dos ativos dentro dela) é necessário o recebimento de informações detalhadas desses ativos e das transações intra-mês. Há mais de dez anos que *MFOs* reportam possuir responsabilidades distintas pelos ativos financeiros das famílias – na pesquisa de Beer para a Bloomberg Wealth (2004), já eram identificados três tipos de mandato sobre a liquidez: ativos geridos pelo *MFO*, ativos sobre os quais ele tem alguma responsabilidade de aconselhamento e outros que ele apenas consolida. O objetivo do trabalho de consolidação não é reproduzir os relatórios encaminhados pelos bancos, mas sim gerar um relatório conciso e de fácil interpretação, resumido em poucas páginas. Além disso, alguns *MFOs* oferecem relatórios patrimoniais que incluem também os ativos não financeiros, como imóveis, automóveis, participações societárias, artigos de coleção e assim por diante, oferecendo uma visão ainda mais ampla e global sobre o patrimônio.

Grove (2015) identifica um aumento dado à importância da contabilidade em anos recentes, assumindo um papel mais importante no contexto da gestão do patrimônio como um todo. Quando a vontade de administrar os impostos ultrapassa a vontade de obter grandes retornos, os *wealthholders* começam a entender a profundidade das estratégias fiscais e a capacidade dos contadores em ajudar a negociar melhor. Muitos clientes não vão se comprometer com investimentos significantes ou se envolver em novos empreendimentos sem antes discuti-los com seus contadores.

Outras esferas da classe administrativa têm natureza operacional, como a responsabilidade sobre a fluidez das operações administrativas do dia-a-dia do *family office*.

2.1.3.4. Serviços de *lifestyle*

Esses serviços podem ser entendidos como uma interface entre a gestão do patrimônio e o estilo de vida dos clientes, que buscam apoio do *family office* para facilitar essa integração. Essa classe de serviços é possivelmente a que apresenta a maior variação entre os *family offices* com respeito a quantidade e variedade dos serviços oferecidos. Existem, por exemplo, *MFOs* que se propõem a prestar serviços de *concierge* – que envolvem diversas tarefas como pagar contas, reservar hotéis, organizar traslados e assim por diante – enquanto outros vetam esse tipo de assessoria. Alguns *family offices* oferecem aulas de educação financeira para seus clientes, em muitos casos para preparar os herdeiros para assumirem o patrimônio das gerações anteriores. Outros serviços contemplam a organização dos bens das famílias, sendo eles propriedades imobiliárias, veículos de grande porte (como aeronaves e embarcações) e até artigos de coleção. Isso pode envolver a manutenção, a compra ou a venda desses bens no próprio país ou no exterior, montando ou desfazendo a estrutura necessária junto a outros prestadores de serviços.

Os serviços de *lifestyle* não variam apenas de *MFO* para *MFO*, mas também de família para família, sendo capazes de evidenciar um pouco mais a personalidade das mesmas. Nesse sentido, esses serviços tem potencial para consolidar o relacionamento dos consultores com as famílias, podendo ser explorados positivamente como um diferencial de outros prestadores de serviços.

2.1.3.5. Investment banking

A última classe de serviços identificada por Grove (2015) é a de *Investment Banking*, que pode assumir diversas formas. O *I.B.* pode incluir serviços bancários tradicionais – como o auxílio com empréstimos e concessão de crédito – porém, mais recentemente, tem tido maior ênfase em outros serviços. A maioria das grandes fortunas privadas existentes foi gerada através da propriedade de um ativo – em muitos casos um *business* de economia real ou uma propriedade intelectual que foram monetizados através de um evento de liquidez. Pessoas que construíram o seu patrimônio dessa forma – sendo o caso de muitos clientes de *family offices* – normalmente estão interessadas em gerar mais riqueza dessa forma. Assim sendo, eles querem comprar e vender ativos substanciais, e querem entender o que está acontecendo nas áreas nas quais geraram a sua

riqueza inicial. Por conseguinte, cada vez mais *MFOs* estão buscando parcerias que deem a eles acesso a esses tipos de serviços que, entre outros, podem envolver fusões, aquisições, ofertas públicas, levantamento de capital e reestruturações corporativas.

2.1.4.

Desafios e o que os clientes esperam do *MFO* de hoje

É sabido que famílias sofisticadas beneficiam-se do aconselhamento financeiro integrado e vimos que a orientação à prestação de serviços inerente ao *MFO* é capaz de promover um potente e dinâmico universo de soluções, customizadas às situações únicas de cada família. Todavia, o processo é intensivo em relacionamento e requer uma abordagem pessoal – é extremamente difícil, se não impossível, adotar uma abordagem genérica a esse tipo de cliente. Apesar das diversas vantagens que levam famílias a procurarem *MFOs* – dentre elas a confidencialidade na administração de questões pessoais e financeiras (HAMILTON, 2002) – os *MFOs* são confrontados com uma série de desafios, ainda mais em um contexto de maior demanda, que acirra a concorrência.

Há dez anos, eram apontados três principais desafios por essas empresas. O maior deles diz respeito à retenção e formação de talentos, garantindo que a próxima geração de líderes estará pronta, especialmente quando as organizações enfrentavam um crescimento acelerado (BEER, 2004). Esse desafio deve de fato ser uma preocupação dos *MFOs*, uma vez que estes são empresas com orientação de longo-prazo, que pretendem ser dinásticas para continuar assessorando as futuras gerações das famílias que atendem hoje. Um dos suportes para esse argumento é a influência que vem sendo exercida pela geração mais jovem (GROVE, 2015), que apresenta cada vez mais interesse no envolvimento em decisões do *family office* – foi identificado que um em cada cinco herdeiros já estão envolvidos nos negócios da família, e que dois terços desejam estar mais envolvidos. O outro fator de grande interesse para essa geração é o *impact investing* – ou seja, usar o seu dinheiro de forma consciente, tentando influenciar o mundo de alguma maneira positiva. Do ponto de vista da estrutura da empresa, o *partnership* (ou sociedade de trabalho) é, nesse sentido, um modelo interessante para os *MFOs* adotarem – ele promove *empowerment* à futura geração de líderes, dando a eles um maior senso de responsabilidade e continuidade da empresa.

O segundo maior desafio, que permanece sendo de extrema importância na atualidade, é a administração do crescimento da empresa (BEER, 2004) – considerando que o crescimento rápido, sem preparo e sem as devidas reestruturações internas, pode levar a perda da qualidade dos serviços prestados. Isso pode realmente acabar com um *family office*, tendo em vista que o principal motivo pelos quais clientes buscam *MFOs* é a oferta de serviços melhores e mais customizados do que os prestados por instituições financeiras tradicionais (GROVE, 2015; HAMILTON, 2002). Além disso, por presar a

confidencialidade e discrição, o autêntico *MFO* não pode contar com a propaganda (através de qualquer tipo de mídia) para ajudar a reconstruir sua imagem caso a mesma seja afetada pela deterioração dos serviços. Outros dois fatores relacionados ao crescimento e tamanho da empresa são a gama de serviços oferecidos, encontrando o portfólio adequado e a definição do que vale a pena oferecer *in house* e o que deverá ser terceirizado. Como as margens de lucro são sensíveis a essas variações, deve haver uma atenção especial à busca de uma combinação e escala ideal – sempre à luz de uma visão empresarial bem definida, que oriente a empresa acerca do que ela deseja ser.

O terceiro desafio identificado por Beer (2004) é a necessidade de trazer consciência ao público sobre o modelo de negócios do *MFO*, evidenciando as suas vantagens e educando possíveis clientes sobre como são diferentes de instituições financeiras tradicionais.

Em uma pesquisa recente realizada pelo Spectrem Group e publicada pela Family Wealth Report, Chavagnon (2015) aponta os principais motivos pelos quais investidores mudam de consultor financeiro. Ela diz que a principal razão – a falta de atuação proativa – é muitas vezes ignorada por muitas empresas de gestão de patrimônio. Em segundo e terceiro lugar, os investidores apresentaram-se insatisfeitos com a falta de boas ideias e conselhos, e insatisfeitos com a falta de performance – refletida em resultados abaixo dos índices de mercado. As descobertas dessa pesquisa reforçam a importância da experiência pessoal no relacionamento cliente-consultor, em especial no segmento de grandes fortunas, que é o de maior interesse. Vale mencionar ainda que, de acordo com a pesquisa, os clientes com patrimônios maiores tendem a mudar de consultor financeiro mais por motivos como a falta de criatividade e insatisfação com a performance, enquanto os menos abastados tendem a mudar mais pela falta de contato e atenção.

Essa falta de atenção diz respeito a necessidade dos clientes em receberem de seus assessores uma atitude proativa – especialmente em momentos de crise ou stress financeiro. A pesquisa mostrou que os clientes valorizam o contato nessas ocasiões simplesmente pela segurança de que tudo se sairá da melhor maneira possível, e que seus consultores estão pensando neles e estão genuinamente interessados em seu bem estar, compreendendo a sua ansiedade. Adicionado a isso, um dos mais importantes achados da pesquisa é a necessidade dos consultores lembrarem seus clientes sobre o seu *expertise*, demonstrando-se informados acerca das principais questões e tendências do mercado e dividindo esse conhecimento com os clientes. A Spectrem Group – empresa de consultoria especializada em pesquisas nas indústrias de gestão de patrimônio e aposentadoria – recomendou ainda que os consultores forcem os clientes a se engajarem em certos tipos de planejamento que eles talvez acreditem não necessitar. O último achado relevante diz respeito a geração Y (os *Millennials*), identificando que os mesmos

têm muito menos paciência, sendo mais intolerantes com frustrações advindas do relacionamento com seus consultores. Nesse sentido, os profissionais de *multi-family office* devem atentar-se a essa particularidade da geração de grande parte dos herdeiros, sendo ainda mais cautelosos com o padrão do atendimento que fornecem e acerca da velocidade de resposta. Isso se traduz a um dos maiores desafios atuais, não podendo ser menosprezado pelos gestores de patrimônio que desejam ter sucesso e ser referência nessa indústria.

Os motivos pelos quais os clientes mudam de consultor financeiro já conseguem traduzir em grande parte o que os clientes esperam de seu consultor na atualidade. Por mais que a superação dos *benchmarks* seja um objetivo constante para os gestores de recursos, os gestores de grandes fortunas julgam que a ligação de seus clientes a eles se deve em grande parte ao relacionamento diferenciado (CAVALCANTI, 2015). Em consistência com o que foi identificado na pesquisa do Spectrem Group, o presidente do comitê de Gestão de Patrimônio da Anbima, Richard Ziolotto, declara no artigo de Cavalcanti (2015) no Valor Econômico que esses clientes “querem receber um serviço que seja completo e ter a certeza de que o consultor tem conhecimento profundo do seu patrimônio, da demanda sucessória, da gestão (...). Há acertos e erros, mas todo relacionamento está baseado na confiança.” Depois da confiança – identificada como principal fator na escolha de gestores independentes por detentores de grandes fortunas – está o tipo de serviço oferecido, assim como a transparência na cobrança da remuneração da empresa. Ziolotto acrescenta que algumas pesquisas indicaram que a performance da carteira não está entre as três razões principais, o que é um contraponto interessante com a pesquisa do Spectrem Group, que identificava a má performance das carteiras como um dos principais motivos pelos quais investidores mudam de consultor. Isso dá a entender que, por mais que no momento da escolha de uma gestora de grandes fortunas a performance não ganhe destaque, uma carteira desempenhando abaixo do esperado é um motivo válido para o investidor mudar de gestora.

2.1.5. A indústria na atualidade

A tarefa para uma família de administrar e preservar o patrimônio não é trivial, especialmente quando se é detentor de uma grande fortuna. Mais difícil do que a preservação do patrimônio através das gerações – que é o objetivo de muitas famílias e consequentemente o mandato do *MFO* – é a perpetuação dos valores familiares, que constroem por sua vez uma cultura familiar sólida e pessoal. Em um mundo altamente tecnológico e globalizado, com um número crescente de opções de investimentos e instrumentos financeiros cada vez mais complexos, surgem constantemente novas normas

e leis, desenvolvidas e regidas por governos e órgãos reguladores. Em meio a esse contexto altamente dinâmico, o mercado de capitais precisa de instituições sólidas, seguras, capazes de promover um desenvolvimento econômico sustentável, conciliando os interesses da sociedade e do mercado. O modelo de *MFOs* vai de encontro ao que as famílias que pretendem ser dinásticas precisam e ao que o mercado de capitais precisa nessa busca por padrões mais éticos, transparentes, profissionais e sustentáveis. Nesse sentido, há um aumento de conscientização das famílias afluentes sobre o referido modelo, o que resulta em uma crescente influência sendo exercida pelos *MFOs* sobre as famílias – principalmente sobre as que pretendem ser multigeracionais.

Em um contexto onde é cada vez mais importante gerenciar o patrimônio familiar de forma proativa e em tempo integral, com um serviço *tailor-made*, cada vez mais brasileiros de alta renda são atraídos pelos gestores de patrimônio independentes – o negócio apresenta taxas de crescimento de dois dígitos nos últimos dez anos. Cavalcanti (2015) identifica um patrimônio de R\$ 64,4 bilhões sob gestão de dezessete gestoras qualificadas pela Anbima – isso representa apenas 7% do total gerido no Brasil, elevando esse número a aproximadamente R\$ 920 bilhões. Geograficamente, a região que concentra a maior parte desses recursos é a Sudeste, tendo São Paulo uma parcela de R\$ 43 bilhões, Rio de Janeiro R\$ 12,5 bilhões e Minas Gerais e Espírito Santo, juntos, R\$ 2,9 bilhões. Nos Estados Unidos, os gestores independentes detêm 35% do mercado.

Esse segmento vem ganhando espaço, uma vez que o investidor entende os benefícios do atendimento personalizado em relação às opções massificadas (CAVALCANTI, 2015). Com base em dados do último *Billionaire Census* (WEALTH-X & UBS, 2014), Rosplock and Hauser (2015) identificam que o crescimento global no número de *family offices* é entendido como resultado de algumas tendências, como o aumento no número de *ultra high net worth individuals* (*UHNW*), que cresceu 7% de 2013 para 2014, atingindo 2,325 bilionários – o número mais alto da história. Os bilionários compõem uma parte importante da população de *UHNW* para o mercado de *family offices* – apesar de representarem menos de 1% desse grupo, eles detêm quase um quarto do patrimônio total. Outra tendência importante diz respeito ao número de transações de transferência de riqueza esperada nas próximas décadas – espera-se que seja transferido um volume de 16 trilhões de dólares em ativos para os herdeiros, o que aumentará a necessidade por serviços de *MFOs*.

Hoje, podemos dizer que o mercado de *MFOs* já está bastante consolidado e tem representatividade no mundo todo. Por ser um negócio muito discreto e norteado pela confidencialidade é, todavia, muito difícil obter números precisos e informações mais específicas sobre as diversas empresas atuantes, assim como o tamanho dessa indústria especificamente. A exposição à mídia dos *MFOs* por conceito não é bem aceita pelas

famílias, que presam a preservação de sua identidade e a postura *low-profile* do seu consultor. Outro fator que dificulta a obtenção de números específicos dos *MFOs* é a singularidade de cada um (por serem muito diferentes entre si em escopo e escala), e o fato de que muitas empresas acabam adotando o termo *multi-family office*, quando na realidade não se inserem nessa categoria. Pode ser que, conforme os *MFOs* ganhem mais espaço no mercado, haja um maior conhecimento para poder categorizar uma empresa como tal, e que com isso surjam mais e melhores pesquisas.

2.2.

Alocação de recursos financeiros

Esta segunda seção do Capítulo 2 tem abordagem prática, mostrando como é feita a alocação de recursos financeiros em um *multi-family office* na construção de novos portfólios ou na manutenção de portfólios existentes. Conforme mencionado, os *MFOs* podem ser muito diferentes entre si, o que também se aplica à forma como gerem a liquidez de seus clientes. Como o objetivo desse estudo é propor um modelo que norteie a construção de portfólios em um *MFO*, será apresentada uma metodologia padrão adotada pelas empresas, guiada pelos valores inerentes às mesmas. Parte-se da premissa de que não há oferta de produtos próprios e de que a gestão para o cliente é não discricionária.

2.2.1.

Perfil do investidor, universo de produtos e estrutura de investimentos

São três os elementos que delimitam o escopo do portfólio de investimentos, sendo particularmente importantes no momento de construir um novo portfólio: o perfil do investidor, o universo de produtos e a estrutura de investimentos adotada.

2.2.1.1.

Perfil do investidor

A orientação acerca de alocação de recursos financeiros deve depender, entre outras coisas, da atitude frente ao risco do investidor e de seu horizonte de tempo. A influência da atitude tem papel central à maioria dos consultores, e um crescente número de países exige por lei que os consultores financeiros eduquem os seus clientes sobre risco e avaliem a sua atitude frente ao risco (SIEBENMORGEN & WEBER, 2003). A atitude é um atributo psicológico, entendido por autores como Boone and Lubitz (2003) como sendo o risco que o investidor *escolhe* tomar. Ainda na esfera psicológica, outro conceito utilizado é a tolerância ao risco, que se resume ao conforto do investidor com o risco, ou o quão receptivo psicologicamente o indivíduo é a situações que envolvem risco

financeiro. O outro atributo com papel central no mapeamento do perfil é financeiro, conhecido como capacidade de risco – ele se refere a extensão a que o patrimônio líquido do investidor pode sustentar um revés financeiro (ROSZKOWSKI, DAVEY, & GRABLE, 2005). Dessa forma, leva-se em consideração tamanho do patrimônio líquido, em combinação com os objetivos do investidor ao longo do tempo: se o patrimônio é volumoso e os objetivos envolvem poucas despesas e imobilização da liquidez ao longo do tempo, ele tem uma maior capacidade para sustentar riscos mais elevados – o oposto também é válido. De forma simplificada, podemos assumir que:

$$CR = PL + R - D(t_1, t_2 \dots t_n) - II(t_1, t_2 \dots t_n)$$

Onde:

CR = Capacidade de risco

PL = Patrimônio Líquido

R = Receitas

D = Despesas

II = Investimentos Ilíquidos

t = horizonte de tempo

Se a atitude de risco do investidor (*o risco que ele escolhe tomar*) for tratada sob a perspectiva de Boone and Lubitz (2003), podemos assumir que ela é um composto da tolerância (*conforto emocional com o risco*) e da capacidade para sustentar riscos (*o “buffer” financeiro em situações de revés*).

Para encontrar uma relação risco/retorno adequada, o papel do consultor é, de certa forma, assumir a responsabilidade pela atitude de risco do investidor – ou seja, é ele quem deve, com base em suas análises sobre a tolerância e a capacidade do investidor, decidir o nível de risco escolhido para aquele determinado portfólio. Sendo assim, o mapeamento do perfil do investidor para chegar a essa relação risco/retorno ótima pode ser entendido como um *output* da combinação de três principais elementos: a tolerância para suportar o risco, a capacidade para sustentar o risco e os objetivos do cliente ao longo do tempo (Figura 1). É importante frisar que a capacidade já engloba parte dos objetivos, mas os objetivos não estão todos necessariamente sendo contemplados em sua equação simplificada.

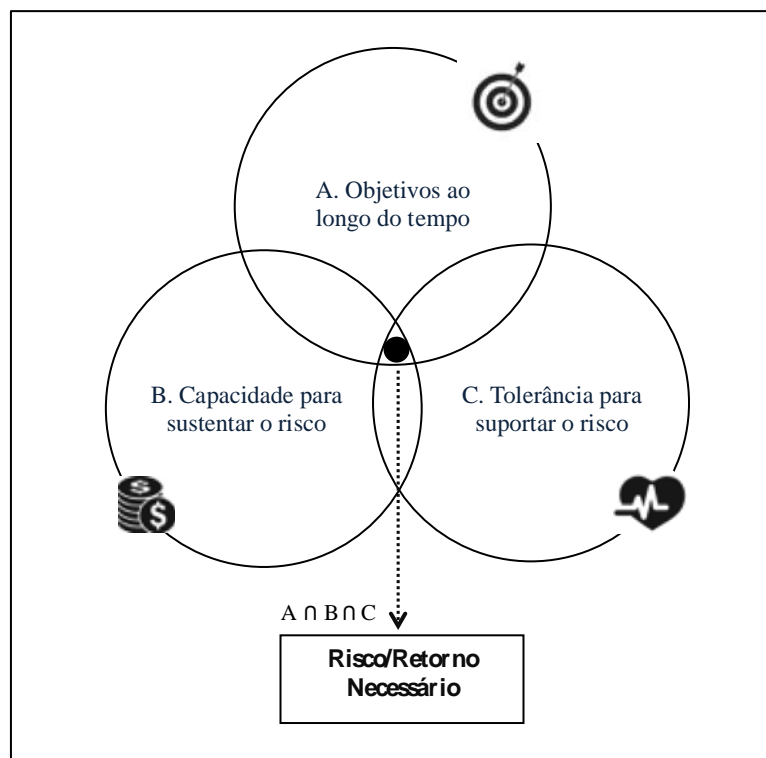


Figura 1: Mapeamento do perfil do investidor
 Fonte: Turim Family Office & Investment Management

Na prática, o perfil do investidor é inicialmente mapeado através de questionários e, fundamentalmente, através de conversas com o *officer*. O *officer* faz parte da equipe de *RM* (*Relationship Management*) e representa o cliente dentro da empresa – ele é o responsável por garantir que seus interesses estejam em primeiro lugar, sendo a ponte de comunicação entre o cliente e todas as outras áreas do *MFO*, e vice-versa. É importante esclarecer que em *MFOs*, o cliente é normalmente uma família – isso requer que essas conversas iniciais de mapeamento de perfil sejam conduzidas de acordo com as particularidades de cada uma, às vezes com os membros todos juntos e às vezes individualmente.

Os questionários utilizados normalmente não são usados apenas com a finalidade de identificar elementos do perfil do investidor, mas também para cumprir com exigência de órgãos reguladores, que exigem documentos de *suitability* para garantir que o portfólio está adequado ao perfil de risco encontrado. Um problema que pode ser comumente observado é que muitas empresas, por estarem sujeitas a essas regulamentações, às vezes usam o questionário meramente para fins de *compliance* com esses órgãos, abandonando o seu propósito inicial. Outro problema visto é a qualidade desses questionários que, de acordo com a ciência psicométrica¹⁰, é determinada pela validade e confiabilidade dos

¹⁰ Uma combinação de psicologia e estatística, que mede atributos como a tolerância ao risco (Roszkowski et al., 2005).

mesmos: um questionário confiável apresenta resultados consistentes e precisos, e um questionário válido mede o que ele se propõe a medir (ROSZKOWSKI *et al.*, 2005). Esses padrões se referem tanto aos processos usados para construir o questionário, quanto as características dos resultados produzidos por eles. Em linha com o que foi identificado por Roszkowski *et al.* (2005), a maioria dos questionários comumente utilizados não aderem aos padrões psicométricos e, portanto, não medem com precisão a tolerância ao risco financeiros dos clientes. Para que sejam confiáveis e válidos, os questionários devem conter (i) um número apropriado de perguntas e (ii) nenhuma pergunta inapropriada.

O problema predominante é que muitos desses questionários lidam com aspectos financeiros que não fazem parte do construto de tolerância a risco. Uma proposta de planejamento financeiro é uma recomendação para o comportamento do investidor, orientando-o acerca do que deve e o que não deve fazer. Esse comportamento é, por sua vez, uma função dos objetivos, tolerância a risco, capacidade de risco e risco percebido, dentre outros fatores (TRONE, ALLBRIGHT & TAYLOR, 1996). O horizonte de tempo é relevante em um contexto de seleção de estratégias, mas não em um contexto de avaliação de tolerância ao risco. Esperar que um questionário de tolerância a risco inclua todos esses fatores são uma consequência da familiaridade com calculadoras de alocação de ativos erroneamente denominada de testes de tolerância a risco. Misturar perguntas sobre mais de um construto levam a uma avaliação imprecisa de cada um (ROSZKOWSKI *et al.*, 2005). Tudo o mais constante, quanto mais perguntas do mesmo tipo, mais confiável fica um instrumento (KRUS & HELMSTADTER, 1987). Psicólogos dividem o comportamento humano em cognitivo (intelectual) e afetivo (emocional) – a tolerância a risco se insere na esfera emocional, que é mais difícil avaliar com poucas perguntas. Portanto, consultores devem ser sépticos quanto a testes breves e devem ter em mente que, se desenhado apropriadamente, um questionário válido e confiável terá aproximadamente vinte e cinco perguntas, levando algo como quinze minutos para ser respondido (ROSZKOWSKI *et al.*, 2005). De toda forma, os resultados de testes desse tipo não devem ser utilizados normativamente em substituição às discussões entre consultor e cliente – eles devem atuar como um *input* objetivo a essa discussão (LEBARON, FARRELLY & GULA, 1989).

A identificação do perfil do investidor é muito delicada, pois está sujeita a inexperiência da família e vieses cognitivos que podem levar a informações equivocadas, transmitidas pelo próprio cliente. Isto é, muitas vezes o cliente diz que se sente confortável com um tipo de risco, acreditando estar passando uma informação verossímil, e só percebe que estava errado quando é confrontado com uma determinada situação de mercado. Nesse sentido, a identificação do perfil é um processo dinâmico, sendo

aprimorada ao longo do tempo com o aprofundamento do relacionamento com o *officer* e com a experiência de passar por diferentes fases do mercado. No momento inicial, ela ajudará a definir alguns parâmetros importantes para a construção de um portfólio, como os limites de risco para cada estratégia e a necessidade de liquidez imediata e de curto prazo e médio prazo.

2.2.1.2.

Universo de produtos financeiros

O universo de produtos financeiros disponíveis para compor um portfólio é o segundo elemento que delimita o escopo do portfólio. A gama de produtos pode variar de acordo com o cenário econômico, político e com a sofisticação dos mercados. Um dos principais filtros ao universo de produtos no contexto de um *family office* é o mandato mais conservador, visando a preservação do patrimônio. Tendo isso em vista, a equipe de gestão de um *MFO* pode vetar a alocação da liquidez em determinados fundos como, por exemplo, os que operam em alavancagem extrema, com risco de perdas ou *draw-downs* significantes. Isso não quer dizer que a gestão não possa considerar um produto desse tipo bom – ela pode, apenas não o considera adequado para o mandato da empresa. Essa é uma das limitações da gestão discricionária, que apesar de dar liberdade ao gestor, deve sempre ser realizada dentro das margens do perfil do investidor e em consistência com o mandato da empresa.

Outro fator que delimita o universo de produtos elegíveis é o mercado no qual se está atuando. Existem mercados de capitais mais ou menos desenvolvidos e isso afeta diretamente o volume, a variedade e a qualidade de seus ativos. O *MFO* pode escolher investir ou não em ativos de outros mercados que não o mercado local – isso pode ser feito através do investimento em fundos que comprem ativos no exterior, ou através da gestão de carteiras custodiadas em outros países (além da carteira local, o cliente teria uma carteira no exterior). Deste modo temos que, os dois fatores vistos até agora que delimitam o universo de produtos financeiros são: o(s) mercado(s) de capitais e o mandato da empresa. Há ainda um terceiro fator: a estrutura de investimentos adotada pelo *MFO*, que será explorada mais adiante. É interessante observar que, assim como a estrutura delimita o universo de produtos elegíveis ela é, por sua vez, moldada a partir dos produtos que o mercado oferece. Neste sentido, um influencia o outro.

2.2.1.2.1.

Classes de ativos e estratégias de investimento

2.2.1.2.1.1.

Classes de ativos

Dentro do extenso universo de produtos no mercado financeiro, podemos identificar quatro grandes classes de ativos, conforme mostrado a seguir:

- a) **Renda fixa:** É essencialmente um empréstimo feito por um determinado período, a um determinado custo – um passivo governamental ou privado, que gera um fluxo de pagamento preestabelecido (é conhecido o valor de resgate no início do prazo da aplicação). Esses títulos são representativos de contratações de empréstimo (captações) pelas empresas ou pelo governo (títulos soberanos), que se comprometem a pagar seus credores determinados fluxos futuros de rendimentos. O preço desses títulos varia com as mudanças nas taxas de juros, gerando um potencial para ganhos ou perdas (BERGER, 2012). Exemplos: CDBs, títulos do tesouro, cadernetas de poupança, certificados de recebíveis (CRIs, CRAs), debêntures, dentre outros.
- b) **Renda variável:** Ativos caracterizados pelo desconhecimento dos valores de resgate – a taxa de juros só será conhecida no resgate da operação. Ações são o exemplo mais típico de ativos de renda variável, elas são o direito de propriedade sobre os ativos de uma empresa, líquidos de todos os créditos prioritários. Devido à volatilidade esperada desses papeis, é importante ter em mente que, quanto maior o prazo, maior a probabilidade de obter uma rentabilidade melhor.
- c) **Commodities:** Bens utilizados no comércio ou que são intercambiáveis com outras mercadorias do mesmo tipo, sendo normalmente bens primários de agricultura ou metais. *Commodities* são mais frequentemente utilizadas como insumos na produção de outros bens ou serviços (PIMENTA, 2009). A qualidade de uma determinada *commodity* pode variar, mas é essencialmente uniforme no universo de produtores. Quando são negociadas em bolsa, elas devem atender padrões mínimos especificados. Exemplos são o WTI (barril de petróleo) e o ouro.

- d) **Derivativos:** Instrumentos financeiros cujo valor depende de (ou deriva de) outras variáveis mais básicas. Comumente, as variáveis subjacentes à derivativos são os preços dos ativos negociados. Uma opção de compra ou venda de uma ação, por exemplo, é um derivativo cujo valor depende do preço dessa ação. Nas últimas duas décadas, vimos uma grande evolução no mercado de derivativos, aumentando a utilização desses instrumentos e levando ao desenvolvimento de novos e mais complexos derivativos (HULL, 2006).

2.2.1.2.1.2.

Estratégias de investimento

Gestores de fundos podem investir nas diferentes classes de ativos apresentadas, através de fundos que serão classificados a seguir em seis grandes estratégias. É importante dizer que cada mercado tem seus próprios órgãos reguladores, que farão as determinações mais específicas quanto aos limites por ativo, limites de concentração por emissor, possibilidade do uso de alavancagem e assim por diante, enquadrando os fundos em uma ou mais tipologias dentro de cada uma das estratégias.

- a) **Crédito:** Fundos de crédito podem investir em diversos ativos que são instrumentos de financiamento de vários tipos de dívida. Os créditos denominados soberanos são referentes às dívidas de governos de países, podendo ter uma classificação (*rating*) maior ou menor. Os *ratings* são dados pelas principais agências de classificação de risco, como a Standard & Poors, Fitch e Moody's, ao avaliar a capacidade dos países de pagarem suas dívidas. O chamado "grau de investimento" (*investment grade*) é concedido à países com qualidade de crédito mais elevada (menor probabilidade de *default*), e os com pior qualidade de crédito são denominados de "grau especulativo" (*high yield*). Assim como os países, empresas, bancos e operações estruturadas também são avaliados por sua capacidade de pagarem os seus credores, que muitas vezes são investidores independentes. A depender de sua capacidade, esses agentes originam crédito para se financiarem nos mesmos dois grupos: grau de investimento ou grau especulativo.
- i. Grau de investimento: elevada qualidade de crédito, portanto paga juros mais baixos.
 - ii. Grau especulativo: empresas avaliadas com ratings mais baixos, consequentemente pagando juros mais altos (expectativa de retorno mais elevado para o investidor).

A Tabela 2 mostra alguns tipos de credores e instrumentos de crédito existentes no mercado de capitais.

Tipo de Crédito:	Soberano	Corporativo	Financeiro	Operações estruturadas
Credores	Países	Empresas	Bancos e Instituições Financeiras	Diversos emissores, portanto, diversas estruturas
Exemplos de Instrumentos na Atualidade	NTN-B, NTN-F, LFT, LTN, <i>Treasuries</i>	Debentures, CCBs, <i>corporate bonds</i>	CDBs, Letras Financeiras, LCI, LCAs	FIDCs, CRIs, CRAs, CCBs

Tabela 2: Tipos de crédito

Fonte: Turim Family Office & Investment Management

b) **Macro:** Fundos que operam diferentes classes de ativos como moedas, renda-fixa, renda-variável, *commodities* e outros, baseando-se em cenários macroeconômicos de médio e longo prazo (ANBIMA, 2015). Os gestores macro normalmente não se restringem a apenas uma ou duas dessas classes, buscando alfa em cada uma delas. Por esse motivo, esses fundos geralmente apresentam baixa correlação com os índices de mercado. Vale notar que há, nos mercados estrangeiros, um maior número de classes de ativos sendo operados do que no mercado local. Os fundos locais podem, de acordo com a Instrução CVM 555 (CVM, 2014), investir até 40% de seu patrimônio no mercado estrangeiro. Antes de a nova Instrução entrar em vigor esses fundos eram regidos pela CVM 409, que limitava esses investimentos a uma parcela de 20% do patrimônio do fundo (CVM, 2004). Além disso, a ICVM 555 determina que os fundos divulguem as informações relacionadas à composição da carteira, o que não é obrigatório no mercado americano¹¹.

c) **Multiestatégia e outras estratégias líquidas:** Fundos que podem adotar mais de uma estratégia de investimento, sem necessariamente se embasarem em cenários macroeconômicos. Não há o compromisso declarado de orientação a uma classe em particular. Outros exemplos de estratégias líquidas são os fundos *Event-Driven*, de *Merger Arbitrage* e os quantitativos. Os *Event-Driven* compram e vendem ativos com base em eventos corporativos, como fusões e aquisições, *spin-offs*, mudanças na gestão da companhia, aumento de capital, refinanciamento de dívidas e assim por diante. Os de *Merger Arbitrage* focam apenas nos eventos de fusões e aquisições, e os quantitativos baseiam suas

¹¹ Instrução CVM 555 Artigo 56.

decisões nos resultados de modelos matemáticos, gerados por algoritmos computacionais. Esses modelos são criados para tentarem prever variações futuras de preços, podendo embasar-se na aposta de perpetuação ou término de uma tendência (*trend-following*), ou na assunção de que relações de preços entre ativos convergirão para padrões históricos (reversão à média). Fundos multimercado (macro, multiestatégia e assim por diante) são conhecidos no exterior como *Hedge Funds* ou *Mutual Funds*. A diferença entre ambos é comumente questionada e a diferença é essencialmente que nos Estados Unidos, a maioria dos *Hedge Funds* só podem ser investidos por *Accredited Investors* (SEC, 1933) – uma categoria de investidores financeiramente mais sofisticados, que devem cumprir com uma série de requisitos para serem enquadrados como tal.

- d) **Cambial:** Fundos cambiais aplicam a maior parte de sua carteira em ativos relacionados diretamente (ou sintetizados via derivativos) à moedas. Essa estratégia visa trazer variações ao patrimônio que seguem a variação de uma determinada moeda. Instrumentos de derivativos são comumente utilizados para aumentar ou reduzir a exposição.

e) **Ações**

- i. **Long Only:** Fundos que tem a maior parte de seu patrimônio comprado (“*long*”) em ações, tendo uma exposição líquida ao mercado que tende a ser maior que as demais estratégias. No Brasil, esses fundos são regidos pela Instrução CVM 555, a qual diz que devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado.
- ii. **Long-biased:** Fundos que além de comprado, também podem ter parte de seu patrimônio vendido em ações (“*short*”) ou outros ativos e derivativos de renda variável. O termo *bias*, que quer dizer tendência, se refere ao viés comprado dessa estratégia, apesar dos fundos também poderem carregar posições vendidas. Ele pode ser visto como estando entre um *Long & Short* e um *Long Only* – com exposição líquida ao mercado maior que um *L&S* (a seguir), mas menor que um *LO*.

- iii. **Long & Short:** São fundos que operam com pares de ações, comprados em uma ponta e vendidos na outra ponta. Esses fundos também podem ter uma maior ou menor exposição ao mercado, a depender do tamanho das posições compradas e vendidas. Os fundos *L&S* direcionais têm exposição líquida diferente de zero (podendo ser maior ou menor do que zero). Isso quer dizer que a parcela comprada e vendida não se anulam – que é o caso de uma exposição líquida igual ou próxima de zero, como operam os fundos *L&S* neutros.

No mercado global, especialmente nos Estados Unidos, é mais comum encontrar fundos *L&S* direcionais do que neutros. Quando os mesmos são neutros, eles recebem uma classificação de *Market Neutral*. Existem mais fundos no mercado global *LO* e *LB* do que *L&S*, o que acontece pela maior complexidade envolvida na gestão de posições vendidas. Outra diferença importante entre o mercado brasileiro e americano é a quantidade de papéis negociados em bolsa – o fato de o americano ser muito superior faz com que os fundos de ações brasileiros tendam a ser mais concentrados.

- f) **Private Equity, Imobiliário e outras estratégias ilíquidas:** *private equity* se refere ao investimento de recursos em empresas privadas de capital fechado e ativos não listados em bolsa. Isso proporciona ao investidor uma participação societária na empresa investida, que pode ser uma posição de controle ou um *stake* minoritário. Esse tipo de investimento exerceu e continua exercendo um papel importante no desenvolvimento de empresas de diversos setores. Nesse universo ilíquido existe uma série de estratégias que os fundos e investidores podem atuar, que normalmente são segmentadas pelo estágio em que a empresa se encontra dentro do seu ciclo de vida. É importante que o investidor tenha em mente o longo horizonte de tempo desse tipo de investimento, que tem a sua curva de rentabilidade comumente exemplificada pela *J-Curve*. A curva tem esse nome por ter o formato de um “J”: no início do investimento a cota é impactada pelos custos, o que promove uma variação negativa. Essa dinâmica começa a mudar à medida que o investimento começa a apresentar retornos, devolvendo dinheiro ao investidor ao longo do tempo.

2.2.1.3. Estrutura de investimentos

A estrutura de investimentos é constituída de modo a obter a maior eficiência possível, tanto do ponto de vista operacional, quanto do fiscal. Seria impossível e sem sentido tentar traçar uma estrutura de investimentos padrão que seja perene, pois elas respondem às normas e leis que regem os mercados. Trata-se de um mecanismo dinâmico, uma vez que leis e normas existentes se transformam, são invalidadas ou substituídas por novas constantemente. Deste modo, será apresentada uma estrutura padrão, que responde especificamente a esse momento no tempo. Amanhã, isso pode não ser mais válido – o propósito é unicamente mostrar como a estrutura de investimentos influencia a composição portfólio de investimentos.

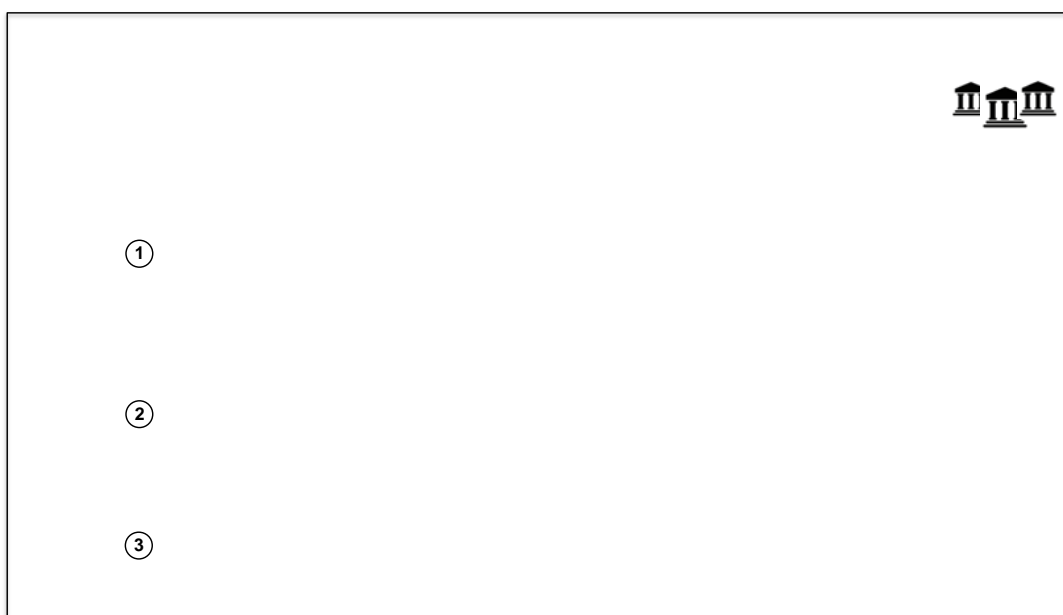


Figura 2: Estrutura de investimentos de uma carteira no Brasil – 2015

Fonte: Turim Family Office & Investment Management

A Figura 2 mostra a estrutura de uma carteira padrão no Brasil sob gestão de um *MFO*. A família/indivíduo investe diretamente na camada 1, composta pelo fundo exclusivo (diversos), fundo exclusivo de ações, fundo exclusivo de participações, fundo exclusivo de previdência e por diversos ativos avulsos – principalmente papéis de renda fixa, como debêntures, CRIs, letras de crédito e CDBs. Esses fundos exclusivos são constituídos para uso exclusivo (restrito) de uma família ou grupo de investidores e, assim como os produtos avulsos, ficam custodiados em bancos – no caso de fundos, normalmente os bancos eleitos são os que oferecem as melhores condições operacionais e os menores custos. O mesmo vale para a custódia de produtos avulsos, mas vale mencionar que às vezes um determinado banco oferece um produto com remuneração atrativa que não pode ser transferido para nenhum outro banco. Nesse caso, o cliente pode abrir uma conta nesse banco apenas para poder comprar o produto.

Para tornar a administração das carteiras mais eficiente, os MFOs buscam trabalhar com o menor número de bancos o possível. Eles se atêm aos que oferecem as melhores condições e, ao estabelecer poucos e bons relacionamentos, conseguem ainda se beneficiar da escala. Isso apresenta duas principais vantagens: o *MFO* sabe sempre com quem falar, tendo uma atenção e tratamento diferenciados, e consegue oportunidades de investimentos melhores com a escala (um maior volume de recursos distribuído entre poucos bancos).

A camada 2 é composta pelos fundos nos quais os fundos exclusivos na camada 1 investem – isso retrata uma estrutura conhecida como *funds of funds*, ou “fundos de fundos”¹². Isso quer dizer que os fundos da camada 1 (geridos pelo *MFO*) não compram ativos diretamente no mercado: eles delegam essa função a outros gestores, que têm produtos próprios. Sendo assim, a equipe de gestão do *MFO* escolherá, dentre uma gama de fundos de terceiros, em quais fundos e quanto investir. A metodologia desse tipo de gestão será explorada na seção 2.2.2..

O fundo exclusivo (“diversos investimentos”) é limitado aos cotistas da família e pode ser utilizado como um instrumento para concentração do risco do portfólio – ele investe em fundos multimercado, fundos de inflação, fundos de crédito e renda fixa. Assim como todos os fundos de fundos, o retorno desse veículo será o retorno ponderado pelo peso de todos os fundos por ele investidos (Quadro B - Figura 3). A principal vantagem de ter todos esses produtos concentrados em um fundo exclusivo é a eficiência fiscal no longo prazo, conforme mostrado no Quadro A da Figura 3: as realocações internas são isentas de imposto de renda – os rendimentos são tributados no momento do resgate para a pessoa física e, no caso de fundos abertos, semestralmente através de come-cotas.¹³ Desta forma, a base de cálculo para o imposto de renda é o resultado do fundo exclusivo como um todo, levando em consideração tanto os ganhos quanto as perdas dos fundos investidos registradas em um determinado período. Outros benefícios importantes promovidos pelo fundo exclusivo são a confidencialidade – uma vez que o investidor que será cadastrado para investimento nos fundos abertos ao mercado é o fundo exclusivo e não o investidor final (preservando a identidade do mesmo) – e a flexibilidade.

¹² Fundos de investimento em cotas de fundos de investimento.

¹³ O come-cotas não incide sobre condomínios fechados (fundos fechados). Esses fundos são tributados apenas no momento do resgate. No caso de fundos fechados Referenciados, Renda-Fixa e Multimercado a alíquota do imposto é regressiva, sendo inversamente proporcional ao tempo que é mantida a aplicação (a tabela começa em 22,5% para aplicações de até seis meses e chega a 15% após dois anos. A mesma regra é válida para fundos abertos, porém sobre estes há incidência de come-cotas: uma antecipação semestral de imposto de renda que ocorre no final de maio e novembro. Fundos de ações não são tributados através de come-cotas – o imposto de renda incide à uma alíquota de 15% sobre ganhos de capital, sendo o resgate o fato gerador (RFB, 2012). A desvantagem do come-cotas é que com a antecipação de imposto, o potencial efeito dos juros compostos sobre a aplicação é reduzido.

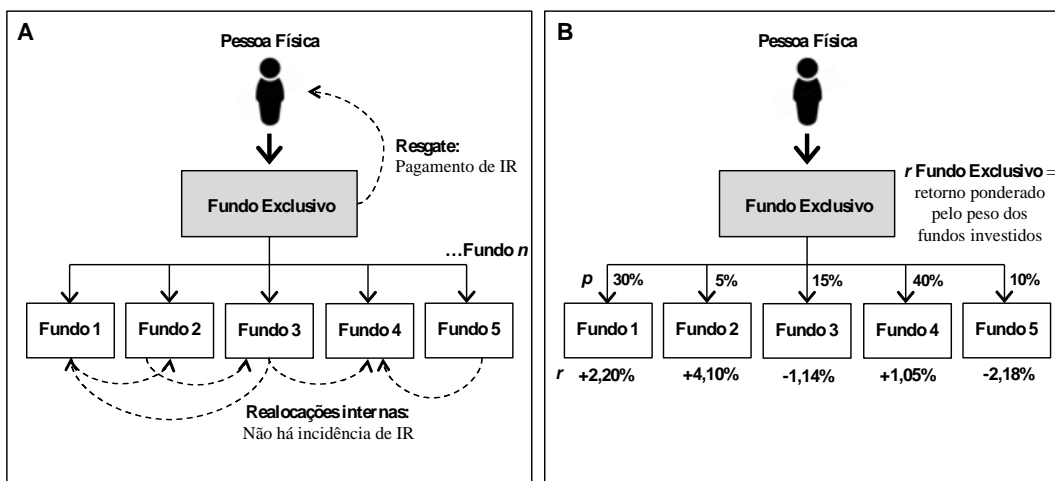


Figura 3: Investimentos através de um fundo exclusivo/restrito

Fonte da figura: elaboração própria

A flexibilidade na composição da carteira do fundo exclusivo permite a adaptação dos investimentos ao perfil da família. Junto a isso, a possibilidade de que cada membro da família invista no fundo exclusivo em proporções diferentes de seus portfólios globais é um importante mecanismo para adequar o risco ao perfil individual de cada membro (exemplificado pela Figura 4). O Investidor 4 da Família ilustrada seria o mais propenso ao risco, tendo 60% de seu portfólio alocado no fundo exclusivo da Família, enquanto o Investidor 2 seria o mais avesso, tendo apenas uma parcela de 15% de seu portfólio alocado. Desta forma, o retorno do portfólio do Investidor 4 está muito mais exposto à composição do fundo exclusivo, tendo uma maior correlação com a sua variação – seja positiva ou negativa.

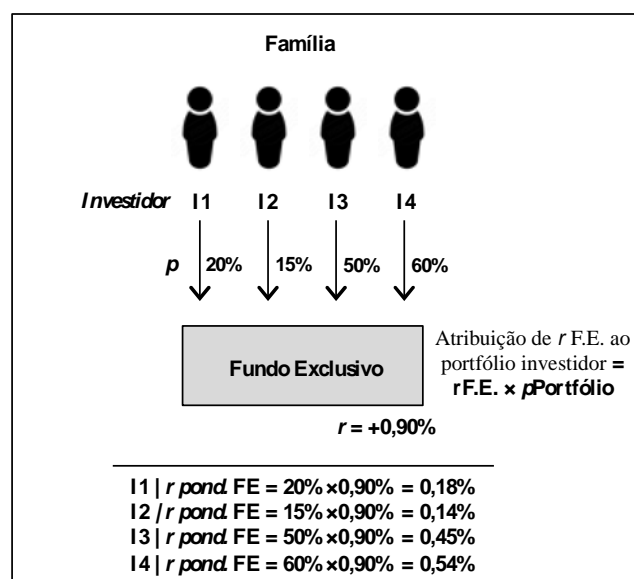


Figura 4: Fundo exclusivo/restrito como veículo de concentração de risco

Fonte: elaboração própria

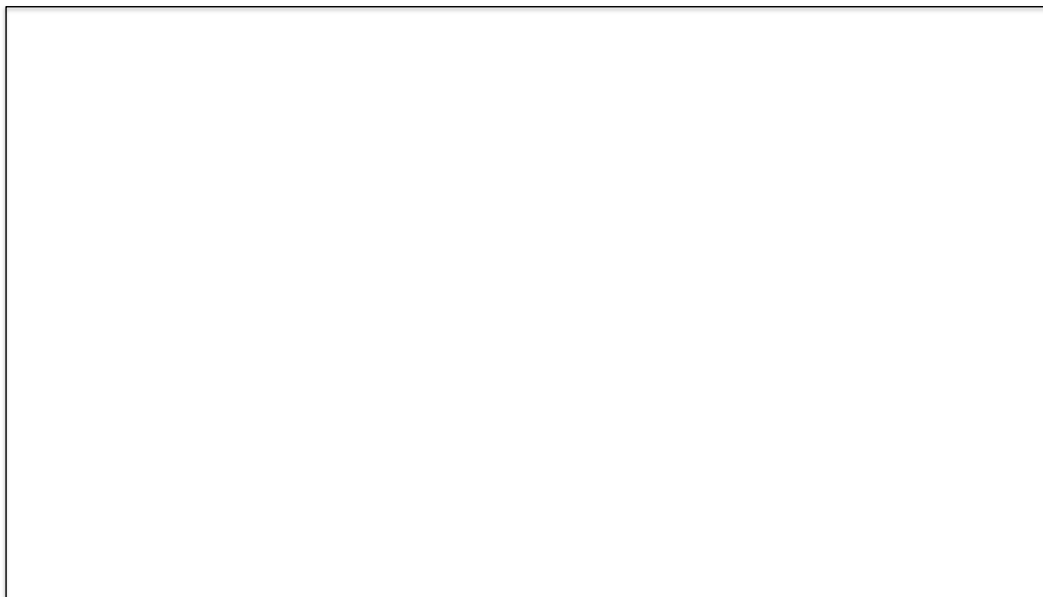


Figura 5: Estrutura de investimentos de uma carteira no exterior – 2015
Fonte: Turim Family Office & Investment Management

A Figura 5 mostra a estrutura de uma carteira padrão no exterior sob gestão de um *MFO*. A principal diferença para a estrutura no Brasil é que, no exterior, não existe a figura de um fundo exclusivo para comprar cotas de fundos de terceiros – esses investimentos são realizados diretamente por uma pessoa jurídica, que será a detentora da carteira de investimentos. Essa pessoa jurídica é uma empresa privada de investimentos, da qual um ou mais membros da família são sócios. Uma vez incorporada a empresa (em uma jurisdição com as melhores condições fiscais), serão abertas contas para ela em um, dois ou três bancos (no máximo), a depender da necessidade de diversificação, dos produtos nos quais se pretende investir e de acordo com o tamanho da carteira de investimentos que essa empresa terá.

Outro elemento diferente que pode aparecer em estruturas no exterior é a figura do Trust – uma entidade não reconhecida pela jurisdição brasileira¹⁴, mas que é comumente usada para o planejamento sucessório. O Trust é um instrumento comumente usado em jurisdições de Direito Comum, por ser um veículo efetivo para a preservação do patrimônio privado – ele é lavrado em um documento (escritura fiduciária), que estabelece o relacionamento entre três partes: o dono dos ativos (*settlor*), o que recebe os ativos do *settlor* (o *trustee* – que é, muitas vezes, um agente fiduciário profissional) e

¹⁴ O Brasil não tem familiaridade com Trusts, apesar de que a conscientização sobre esse instrumento do Direito Comum está cada vez maior no meio financeiro e jurídico. Um Trust não pode ser realizado sob a Lei Brasileira. Assim como na maioria dos sistemas romanísticos, o Trust não existe no estatuto e não há nenhum outro instrumento legal com todas as características de um Trust – nem mesmo algo como o *fideicomisso*, existente na Argentina e em outros países Latino Americanos (Beloch & Cone, 2011).

aqueles para os quais os recursos serão geridos e posteriormente distribuídos (*beneficiaries*) (BOSCHINI, 2006). O *Trust* subentende o conceito de “dupla propriedade”, quando o *settlor* transfere ativos para um Trustee, ele pode se desfazer da propriedade (direta ou indireta) daqueles ativos, mantendo, porém o controle através das condições estabelecidas pelo documento (*Trust Deed*). Isso é diferente da transferência de ativos de uma pessoa para uma companhia em troca de cotas, pois neste caso, ela mantém um interesse indireto de propriedade através de suas cotas (TRIDENT, 2014).

2.2.2.

Managing managers

2.2.2.1.

Filosofia de investimento

A filosofia de investimento de um *MFO* deve estar em linha com os seus valores. Dessa forma, ele busca nos gestores nos quais investe características que se inserem em cinco grupos distintos:

1. **Pessoas:** Buscam nelas uma boa reputação e histórico, vasta experiência e boa formação técnica. Ao escolher gestores, a reputação do *MFO* também está em linha – por isso, jamais investem em gestores com má fama ou atitudes questionáveis.
2. **Processos:** Devem ser bem estruturados, bem definidos e deve haver consistência na tomada de decisão. *MFOs* buscam nos gestores nos quais investem uma comunicação franca e aberta, exigindo transparência nos seus processos e investimentos.
3. **Estrutura:** Gestores com estruturas transparentes, isentas de conflitos de interesse, estruturas organizacionais bem definidas e condizentes com o mandato da empresa.
4. **Estratégia de investimentos:** Bom *track record*: performance histórica consistente (geração de alfa¹⁵) em diversos cenários de mercado – os *MFOs* não buscam os “gestores do ano”, mas sim aqueles que estão consistentemente no topo do grupo de gestores com estratégias semelhantes. Capacidade de adaptação à novas condições econômicas e políticas, baixa correlação com o

¹⁵ É o retorno ativo sobre um investimento, medindo a performance desse investimento contra um índice de mercado utilizado como *benchmark* (os índices tendem a representar o movimento do mercado como um todo). O alpha é o retorno gerado pelo fundo que excede o *benchmark*.

mercado, estratégias com liquidez adequada e criatividade. Os *MFOs* investem em estratégia nas quais acreditam – isso elimina estratégias que, por algum motivo, não consigam compreender. Outro elemento que buscam é uma filosofia de investimentos de *asset management* – focada na maximização dos retornos com o menor risco possível, contra a de *asset gathering*, onde os gestores focam primordialmente em maximizar o patrimônio sob gestão, a fim de aumentar a sua remuneração através da taxa de administração. *MFOs* gostam também de gestores que invistam junto com o seus clientes – ou seja, gestores que são também investidores de seus próprios produtos, o que demonstra alinhamento de interesses.

5. **Gerenciamento de riscos:** Engloba riscos de mercado e riscos operacionais, estabelecendo controles e limites que sejam compatíveis com os seus objetivos, sistemas apropriados para controlar os tipos de ativos geridos e estratégias utilizadas e, por último, independência em relação à área de gestão.

2.2.2.2.

Princípios de investimento

Os investimentos são encarados como parcerias de longo prazo. Por esse motivo, o *MFO* investe o seu tempo no desenvolvimento e consolidação de relacionamentos. É normal de se esperar que, se você tem na sua carteira os melhores gestores do mercado, esses gestores eventualmente fecharão os seus fundos para novos aportes – isso faz parte de uma gestão consciente e disciplinada, na qual os gestores têm sensibilidade para identificar o tamanho limite que um fundo pode chegar para continuarem operando com o mesmo controle e segurança. Nesse âmbito, o *MFO* deve negociar desde cedo uma capacidade futura para novas alocações e deve atuar ativamente no desenvolvimento de relacionamentos com outros gestores. Os gestores dos fundos nos quais o *MFO* investe podem, dessa forma, ser entendidos como uma extensão da equipe de gestão do *MFO* – o *MFO* deve dar a eles a flexibilidade para exercerem o seu *expertise*, mas sempre acompanhando e analisando criticamente o seu trabalho.

A Figura 6 mostra um processo padrão de incorporação de um novo gestor na carteira de um *MFO*. Assim como os *MFOs* devem estar constantemente investindo em novos relacionamentos e administrando relacionamentos existentes, há também ocasiões em que a escolha deve ser de deixar de investir em um gestor de seu portfólio. Essa decisão pode ser desencadeada por uma série de motivos: a saída de pessoas chave da empresa ou da equipe de gestão desse fundo, mudança no estilo ou quebra do mandato, aumento de tamanho (volume de ativos sob gestão), piora consistente de performance ou piora da comunicação e transparência com o *MFO*.

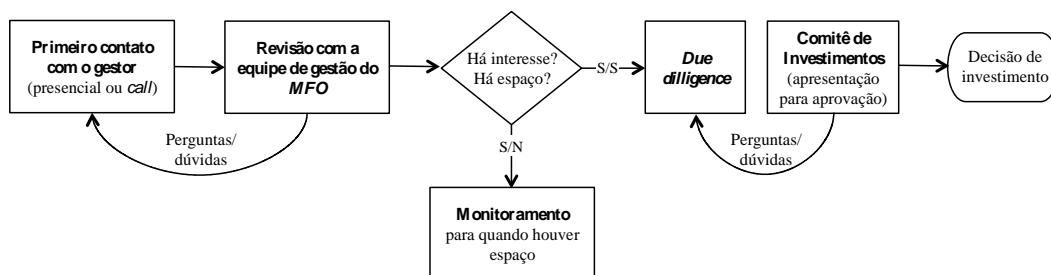


Figura 6: Processo de aprovação de investimento em um novo gestor

Fonte da figura: Turim Family Office & Investment Management

2.2.3.

Exemplos reais de filosofia de investimento

Quando analisamos a descrição por diversos *MFOs* do serviço de gestão dos recursos financeiros, surge uma série de conceitos que valem ser destacados. Primeiramente, é notável a articulação da gestão dos recursos financeiros com a gestão dos demais ativos – isso é positivo e inerente à visão global do patrimônio que os *family offices* possuem. A **Turim** declara ter como principal foco a administração global e diversificada do patrimônio das famílias¹⁶, o **MFC** diz ajudar as famílias a definirem o que querem alcançar com o seu patrimônio, desenvolvendo portfólios que reflitam tanto os objetivos financeiros, quanto os não financeiros.¹⁷ O **Northwood** descreve a sua abordagem à gestão da liquidez como sendo fundamentada em uma visão holística do patrimônio familiar, uma vez que a riqueza vai muito além dos recursos financeiros¹⁸ e o **Geller Family Office Services** descreve a sua habilidade em fornecer aos clientes uma gestão patrimonial verdadeiramente integrada.¹⁹

Foi observado um aprofundamento do discurso referente a identificação dos objetivos e perfil de risco da família, e da importância dessa análise para a construção de portfólios altamente personalizados, que cumpram com os as necessidades e desejos das famílias. Um bom exemplo pode ser extraído da página do **TAG Associates**, que declara “identificar os objetivos financeiros e não financeiros do cliente, conjuntamente à uma análise do perfil e tolerância a risco, necessidade de liquidez, horizonte de tempo, considerações fiscais, ativos não financeiros, restrições e quaisquer outras circunstâncias específicas.”²⁰

¹⁶ ("Turim Family Office & Investment Management," 2015)

¹⁷ ("Myer Family Company," 2015)

¹⁸ ("Northwood Family Office," 2015)

¹⁹ ("Geller & Company," 2015)

²⁰ ("Tag Associates," 2015) Tradução livre.

Os *MFOs* evidenciam com recorrência a sua visão de longo prazo, que é reflexo do seu mandato de perpetuação do patrimônio. Como exemplo, o **Sandaire**²¹ e o **TAG Associates** dizem ajudar os clientes com a perpetuação de seu patrimônio, ao longo do tempo e através de gerações, e o **Pitcairn**²² apresenta o primeiro pilar de sua filosofia de investimento como sendo a abordagem de longo prazo, com o objetivo de manter o poder de compra dos ativos da família ao longo do tempo.

A isenção de conflito de interesses também se faz presente no discurso de vários gestores, através da remuneração apenas pelas famílias (**Turim; Geller**), da inexistência de produtos próprios (**Turim; Consenso**), da independência (**Turim; Geller; St. Louis Trust**) e assim por diante.

²¹ ("Sandaire," 2015)

²² ("Pitcairn," 2015)

3

Comportamento do investidor

3.1.

Finanças comportamentais

O aconselhamento acerca da alocação de recursos financeiros depende de previsões de mercado e de características de investidor (CAVEZZALI & RIGONI, 2007). Tendo em vista o contexto apresentado, podemos dizer que essa atividade vai além dessas duas esferas, levando em consideração também o perfil do MFO, seu ambiente e seu consequente mandato. A empresa é, por sua vez, formada por profissionais do mercado, que estão sujeitos aos mesmos vieses cognitivos e heurísticas que os investidores que eles são contratados para orientar. Statman (1995) ressalta que profissionais do ambiente financeiro que entendam finanças comportamentais aprimoram a compreensão sobre o seu próprio comportamento, aperfeiçoando os seus processos de tomada de decisão. Eles entendem as motivações e crenças de seus clientes, e serão melhores em servi-los e educa-los. Kahneman (2011) define o objetivo de seu discurso como sendo a promoção de uma melhora na habilidade de identificar e entender erros de julgamento e escolha nos outros (e eventualmente em nós mesmos), através de um vocabulário mais rico e preciso para discuti-los. Em alguns casos, um diagnóstico correto pode direcionar a uma intervenção que limite o dano que más decisões normalmente causam. Da perspectiva do cliente de um MFO, o mesmo fará escolhas melhores quando ele acredita que o seu crítico (nesse caso o gestor) é justo e sofisticado, e que ele julgará as suas decisões da perspectiva de como foram tomadas – não da perspectiva do resultado.

Para Statman (1995), a teoria clássica financeira – um conjunto de conhecimentos embasados em alguns pilares como os princípios de arbitragem de Modigliani and Miller (1958), os princípios de construção de portfólio de Markowitz (1952), a teoria de *capital asset pricing* de Lintner (1965) e Sharpe (1964) e a teoria de precificação de opções de Black and Scholes (1973) e Merton (1973) – é tão convincente, pois ela utiliza alguns componentes básicos para construir uma teoria unificada, “*uma teoria que deve promover a resposta para todas as questões de finanças*”. Statman defende que a abordagem clássica carrega em si tantas anomalias que faz muito mais sentido continuar com a reconstrução da teoria financeira a partir de uma abordagem comportamental.

Já há três décadas, Miller (1986) declarou acreditar estar em um contexto ideal (Conferência Anual da *Western Finance Association*) para buscar por sinais de uma iminente mudança de paradigma na direção comportamental. Conforme o exemplo de Miller, proponentes da teoria clássica reconhecem que a mesma é falha como uma teoria positiva (descritiva) do comportamento humano:

“...ações são normalmente mais do que simplesmente conjuntos de retornos de nossos modelos econômicos. Por trás de cada ativo pode haver a história de um negócio familiar, desavenças familiares, legados recebidos, acordos de divórcio e um conjunto de outras considerações quase totalmente irrelevantes às nossas teorias de seleção de portfólios. O fato de abstrairmos todas essas histórias da construção de nossos modelos não ocorre por acharmos que elas são desinteressantes, mas sim por que são interessantes demais – e assim nos distraem das forças de mercado onipresentes que devem ser o nosso foco principal.” (p. 467)²³

Mais a frente, Jolls, Sunstein, and Thaler (1998) ofereceram uma visão mais ampla sobre como o direito e a economia podem ser aprimorados através de uma atenção maior direcionada à *insights* sobre o comportamento humano. Eles questionam a análise econômica sobre o direito, que normalmente ocorre à luz de conceitos econômicos neoclássicos – conceitos estes que são questionáveis, uma vez que *“pessoas apresentam uma limitação de sua racionalidade, interesse próprio e força de vontade”*. Eles enfatizam que, ao direcionar a atenção a questões cognitivas e motivacionais dos cidadãos e dos governos, o direito e a economia comportamental oferecem respostas distintas àquelas oferecidas pela análise tradicional. Com mais estudos sobre o tema e o aumento do interesse para além do campo da psicologia, a partir da década de oitenta os estudos comportamentais econômicos romperam as barreiras acadêmicas, o que se reflete em diversas publicações de mais fácil acesso (e linguagem) ao público comum, dentre elas Kahneman, Slovic, and Tversky (1982)²⁴, Richard H. Thaler (1994)²⁵, Richard H. Thaler and Sunstein (2008)²⁶, Kahneman (2011)²⁷, G. Klein (2013)²⁸, Gigerenzer (2014)²⁹ e Richard H. Thaler (2015)³⁰.

²³ Tradução livre

²⁴ Descreve diversas heurísticas de julgamento e os vieses por elas produzidos, tanto em estudos de laboratório quanto em situações sociais, médicas e políticas.

²⁵ *“Quasi rational economics”*: Compilação de *papers* que tentam incorporar a psicologia de tomada de decisão em modelos econômicos comportamentais.

²⁶ *“Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness”*: Cass Sunstein, que foi o administrador do *Office of Information and Regulatory Affairs* (no primeiro mandato de Obama), escreveu Nudge junto com Richard Thaler. O livro é basicamente um manual para aplicação de economia comportamental à política.

²⁷ *“Thinking, Fast and Slow”*: Kahneman explora a maneira com nós pensamos, explicando os dois sistemas que conduzem o nosso pensamento (Sistema 1 e Sistema 2). Ele aborda os vieses da intuição, e identifica e explica erros de julgamento e tomada de decisão.

²⁸ *“Seeing what others don’t: The remarkable ways we gain insights”*: Klein é um dos proponentes de *NDM – naturalistic decision making*, que é uma das abordagens à intuição e *expertise*. Klein explora como e por que nossos *insights* são formados, assim como os impedimentos à *insights*, através da observação de pessoas em seus ambientes naturais.

Os pilares que embasam a teoria clássica podem ser facilmente questionados, mostrando que a mesma não funciona como uma teoria positiva financeira (STATMAN, 1995): investidores frequentemente negligenciam oportunidades de arbitragem, falham na tentativa de implementar os princípios de Markowitz na construção de seus portfólios e não conseguem levar o retorno de ações à níveis comensuráveis ao CAPM.

3.2.

Econs vs. humans

<i>Econs</i>³¹ - Teoria Clássica	<i>Humans</i> – Finanças Comportamentais
Não funciona como uma teoria descritiva (positiva) do comportamento humano. Proponentes da teoria clássica defendem que ela funciona como uma teoria descritiva do equilíbrio que resulta da interação de indivíduos com o mercado.	Statman (1995) defende que uma boa teoria do comportamento financeiro de indivíduos é crucial para uma boa teoria do equilíbrio que resulta da interação entre indivíduos e o mercado.
São racionais.	São normais.
<i>Framing</i> : Não estão sujeitos ao enquadramento (a forma como os problemas são apresentados).	<i>Framing</i> : Estão sujeitos a tomarem decisões menos favoráveis dependendo da formulação de problemas.
Imunes à problemas de autocontrole.	Estão sujeitos à tentação.
Nunca deixam de explorar oportunidades de arbitragem.	São avessos à realização de perdas (ex. vender uma ação que está em baixa), mesmo que possa existir uma oportunidade de arbitragem.

Tabela 3: O homem econômico (teoria clássica) e o homem humano (teoria comportamental)

Fonte: Elaboração própria

Enquanto o homem econômico é racional, o homem humano é *normal*. O homem econômico (“*standard finance people*”) é imune a problemas de auto controle, a formulação de problemas, a dor do arrependimento e assim por diante. O homem humano está sujeito à tentação, além de todos esses problemas (KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & TVERSKY, 1979; STATMAN, 1995) e busca caminhos para melhorar o seu auto controle através de mecanismos como o monitoramento e a persuasão moral (R (THALER & SHEFRIN, 1981)).³²

²⁹ “*Risk savvy: How to make good decisions*”: Gigerenzer aborda a nossa falta de domínio e uso da estatística, o que nos torna vulneráveis à situações adversas. Ele apresenta formas de melhorar a tomada de decisões em diversos contextos de incerteza.

³⁰ “*Misbehavior: The Making of Behavioral Economics*”: Thaler apresenta suas descobertas no campo da economia comportamental, explicando os vieses e tendências irracionais do nosso pensamento, a fim de evitar erros.

³¹ Termo inicialmente empregado por Richard Thaler, ao definir o homem “racional” econômico.

³² Thaler e Shefrin (1981) descrevem o monitoramento como um processo simples de acompanhamento de diversas atividades, como por exemplo o *Vigilantes do Peso* – clube de dieta que consiste da contagem de

Esses erros sistemáticos aos quais nós, homens *normais*, estamos sujeitos, são causados por falhas em nossa intuição e se repetem previsivelmente em determinadas circunstâncias (KAHNEMAN, 2011). Nós achamos que sabemos o que se passa em nossas mentes, que normalmente consiste de um pensamento consciente levando a outro, de forma ordenada. O problema é que essa não é a única forma de funcionamento da mente humana e nem mesmo a mais comum – a maioria das impressões e pensamentos surgem em nossa experiência consciente sem que saibamos como chegaram lá (KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & KLEIN, 2009) e a correlação entre a precisão de julgamento e a confiança vivenciada não é consistentemente alta (ARKES, 2001; GRIFFIN & TVERSKY, 1992). Apesar da abordagem de *HB – Heuristics and Biases* sobre a intuição e expertise ter foco em impressões enviesadas e no excesso de confiança, intuições originadas em heurísticas não estão necessariamente erradas (KAHNEMAN & KLEIN, 2009). Ao contrário: essas intuições são de modo geral úteis, mas às vezes levam a erros severos e sistemáticos (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). Para Kahneman (2011), o foco no erro não denigre a inteligência humana, do mesmo modo que a atenção a doenças em artigos médicos não nega a saúde. A maioria dos indivíduos está saudável a maior parte do tempo, assim como a maioria dos nossos julgamentos e ações estão certos. Todavia, nós tendemos a estarmos confiantes mesmo quando não estamos certos, de modo que um observador objetivo tem mais chances de detectar os nossos erros do que nós mesmos.

3.3.

A mente como 2 sistemas

O termo Sistema 1 e Sistema 2 foram inicialmente introduzidos por Stanovich and West (2000), referindo-se à proposta de que existem dois sistemas cognitivos distintos subjacentes ao raciocínio. O Sistema 1 possui os recursos inatos que nós temos em comum com outros animais – nós nascemos preparados para perceber o nosso entorno, reconhecer objetos, evitar perdas – ele é o mais antigo sob uma perspectiva evolucionária (EVANS, 2003; KAHNEMAN, 2011). Esse sistema é o originador natural de impressões e sentimentos que são as principais fontes de crenças e escolhas deliberadas do Sistema 2. A busca espontânea por uma solução intuitiva à problemas inerente ao Sistema 1 às vezes falha – nesses casos, nós normalmente alteramos o nosso raciocínio para um modo mais lento, deliberado e esforçado de pensar, que configura o Sistema 2 (KAHNEMAN, 2011).

pontos para todos os alimentos ingeridos diariamente e pesagem semanal. Esse acompanhamento, por mais simples que seja, ajuda a reduzir o comportamento indesejado. A persuasão moral envolve por essência a adoção de uma norma, como por exemplo, o ato de poupar. A aderência a essa meta ajuda o indivíduo a poupar apesar de confrontado por preferências míopes.

O Sistema 2 é evolutivamente recente e distintivamente humano, permitindo o raciocínio abstrato e o pensamento hipotético – todavia, é limitado pela capacidade de memória de trabalho e é correlacionado com medidas gerais de inteligência (EVANS, 2003).

O Sistema 1 aprende associações entre ideias (como qual é a capital de um país), assim como habilidades como ler e compreender nuances em situações sociais. Habilidades como essas são compartilhadas por muitos, mas outras, como descobrir qual é a melhor jogada em um jogo de xadrez, são adquiridas apenas por *experts* naquela atividade. Seja mais ou menos compartilhadas, o fato é que elas vêm de conhecimento armazenado na memória e podem ser acessadas sem intenção e sem esforço, através de um pensamento rápido. Dirigir em uma rua sem movimento, perceber que um objeto está mais longe que outro, detectar inimizade na voz de alguém e virar-se para a origem de um barulho repentino, são exemplos de atividade do Sistema 1. Quando ele se depara com uma situação de dificuldade, o Sistema 2 é acionado para auxiliar com um processamento mais específico e detalhado a fim de solucionar o problema. As diversas atividades do Sistema 2 têm em comum o fato de que elas exigem atenção e são interrompidas quando a atenção é desviada (KAHNEMAN, 2011), como multiplicar números com mais de duas casas decimais ou estacionar em uma vaga pequena em um local movimentado. O Sistema 2 também é responsável pelo monitoramento constante do nosso comportamento – o controle que promove educação quando sentimos raiva e que nos alerta quando caminhamos por um local perigoso.

Em suma, a maior parte do que nós (Sistema 2) pensamos é originada no Sistema 1, mas é o Sistema 2 que assume o controle quando as coisas dificultam e é ele que normalmente tem a última palavra. Por minimizar o esforço e otimizar o desempenho, Kahneman (2011), descreve a divisão entre as atividades do Sistema 1 e 2 como altamente eficientes – na maior parte do tempo o Sistema 1 atua corretamente, fazendo previsões de curto prazo, modelando situações familiares e reagindo inicialmente à desafios apropriadamente. Todavia, o Sistema 1 possui vieses – erros sistemáticos que ele tem propensão a cometer em circunstâncias específicas. Esses erros podem envolver respostas distintas ao que foi perguntado e muitas vezes resultam do conhecimento lógico e estatístico limitado – eles são a essência da abordagem de heurísticas e vieses que atrapalham o julgamento intuitivo, e podem ser evitados através do treinamento da mente e conscientização da existência dos mesmos.

3.4. Heurísticas e vieses decisórios: conceito

Grande parte de nossas decisões são baseadas em crenças acerca da possibilidade da ocorrência de eventos incertos, como o resultado de eleições, a culpa de um réu ou o valor futuro do dólar. Essas crenças são normalmente expressadas através de afirmações como “eu acho que...”, “é improvável que...”, “são grandes/pequenas as chances de...” e assim por diante (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). Em contextos de incertezas, essas crenças podem também ser expressas numericamente, como chances ou probabilidades subjetivas. A definição técnica para heurística é um procedimento simples que ajuda a encontrar uma resposta adequada (mas comumente imperfeita) a questões mais complicadas (KAHNEMAN, 2011). Assim, a heurística é formulada a partir de uma *substituição* – conceito formulado por Kahneman e Tversky, que consiste da substituição involuntária de uma pergunta difícil por uma mais fácil. Essa substituição é consequência do que eles chamam de *mental shotgun* – o controle impreciso que nós temos ao direcionar nossas respostas a perguntas. O *mental shotgun* acontece por que nós normalmente computamos muito mais do que precisamos; isso foge de nosso controle e assim nos deixamos influenciar por associações ao que nos foi perguntado.

Veja a seguir dois dos exemplos apresentados por Kahneman:

- 1) **Pergunta feita:** O quão popular será o presidente em seis meses?
Alternativa heurística: O quão popular é o presidente hoje?
- 2) **Pergunta feita:** Como devem ser castigados os consultores financeiros que se aproveitam das limitações dos idosos?
Alternativa heurística: Quanta raiva eu sinto quando eu penso sobre “predadores” financeiros?

E a seguir dois exemplos que poderiam ser observados em um *MFO*:

- 1) **Pergunta feita:** Eu deveria investir em ações da Apple?
Alternativa heurística: Eu gosto dos computadores Mac?
- 2) **Pergunta feita:** O quão satisfeito você tem estado com o desempenho da sua carteira de investimentos?
Alternativa heurística: Qual é o meu grau de satisfação com a minha carteira *hoje*.

Responder às perguntas alvo (perguntas feitas) de uma maneira precisa não é nada prático, e o fato é que nós não estamos limitados a respostas cuidadosamente pensadas à elas: quase sempre há uma alternativa heurística. Às vezes essas heurísticas podem funcionar, mas regularmente elas levam erros sérios, resultantes de desvios sistemáticos do raciocínio lógico. O extenso trabalho que Tversky e Kahneman produziram conjuntamente ao longo do tempo sobre julgamento e tomada de decisão teve enfoque

justamente nesses erros – consequência das heurísticas – conhecidos como vieses cognitivos. Ao longo do percurso eles produziram dois artigos extremamente relevantes e amplamente citados, analisando os vieses nas nossas decisões e preferências intuitivas: o primeiro, “*Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*” (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974), trata do julgamento sob incerteza, identificando as principais heurísticas que utilizamos (representatividade, disponibilidade e ancoragem). O segundo, “*Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*” (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979), explora a tomada de decisão em contextos de incerteza – esse *paper* deu a eles o prêmio Nobel de Economia em 2002 e tornou-se um dos pilares da economia comportamental.

Um dos mais importantes avanços da psicologia cognitiva e social é que hoje são reconhecidas tanto as falhas quanto os benefícios do pensamento intuitivo. Eles não questionavam se todos os julgamentos intuitivos sob incerteza eram produzidos pelas heurísticas que estudavam e hoje Kahneman reconhece que de fato elas não se limitam a isso (KAHNEMAN, 2011). A segunda fonte da intuição – especialmente tratando-se de especialistas em determinadas áreas – pode ser mais bem explicada pela experiência do que por heurísticas. Isso nos leva a uma segunda importante abordagem à intuição, conhecida como *naturalistic decision making* (NDM).

3.5.

Por quê a abordagem de *Heuristics & Biases* (HB)?

Existem duas principais abordagens à intuição e *expertise*, que são normalmente vistas como conflitantes: *heuristics e biases* (HB) e *naturalistic decision making* (NDM). A primeira, como sabemos, trata de impressões enviesadas e sob excesso de confiança, enquanto a segunda trata da verdadeira habilidade de intuir. A abordagem de NDM é proveniente de estudos de *experts* no jogo de xadrez, conduzidos inicialmente por De Groot (1978) e posteriormente por Chase and Simon (1973). De Groot mostrou em seu livro que os grandes jogadores eram capazes de identificar as melhores jogadas rapidamente, enquanto os jogadores medíocres normalmente nem consideravam as melhores jogadas. Chase and Simon (1973) descreveram em seu artigo “*The mind’s eye in Chess*” a performance dos *experts* como uma habilidade de percepção avançada, na qual os mesmos reconhecem padrões complexos no jogo, adquirindo uma base de dados mental de 50.000 a 100.000 padrões de reconhecimento imediato. Através desses padrões, os *experts* conseguiam identificar uma boa jogada sem que fosse necessário calcular todas as possíveis contingências. Com base em seus estudos sobre grandes jogadores de xadrez, Simon (1992) diz que a intuição é nada mais e nada menos do que o reconhecimento. Ou seja, ela se resume ao reconhecimento de padrões arquivados em nossa memória

(KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & KLEIN, 2009) – intuições válidas são desenvolvidas quando *experts* aprendem a reconhecer elementos familiares em uma nova situação e sabem agir de maneira apropriada àquilo.

As experiências que moldaram a visão dos principais proponentes de cada abordagem (Kahneman: HB e Klein: NDM) são bastante distintas. O posicionamento de Kahneman teve sua origem em um estudo de Paul Meehl de 1954, que mostrava a inferioridade de previsões clínicas de humanos em relação à modelos estatísticos (KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & KLEIN, 2009), enquanto o posicionamento de Klein foi formado a partir de seus estudos do comportamento de comandantes de corpos de bombeiros. A investigação conduzida por Klein buscava entender o processo de tomada de decisão dos comandantes, que precisam tomar decisões em contextos de incerteza e com limite de tempo (sob pressão), impossibilitando qualquer esforço ordenado para definir e avaliar grupos de opções. Esse estudo tinha como hipótese inicial a restrição da análise pelos comandantes a apenas duas opções de caminhos a seguir, mas foi descoberto que eles normalmente geravam apenas uma opção plausível, através de uma escolha extraída de uma vasta gama de padrões que eles adquiriram ao longo de mais de dez anos de experiências reais e virtuais. Essa opção era avaliada por eles através de uma rápida simulação mental, para ver se funcionaria naquela determinada situação. Caso ela não fosse apropriada, eles a modificariam; caso não conseguissem modificá-la facilmente, passariam para a próxima opção (e assim sucessivamente até definirem o curso de ação a ser tomado). Essa é uma estratégia denominada RPD (*recognition-primed decision*), eficaz por tirar vantagem do conhecimento tácito dos comandantes (G. A. KLEIN, CALDERWOOD & CLINTON-CIROCCO, 1986).

O movimento de NDM foi solidificado em 1989, após uma falha catastrófica na tomada de decisão especialista: um Airbus iraniano foi acidentalmente atingido e derrubado pelo USS Vincennes, um *cruiser* de mísseis com sistema de combate Aegis – um dos mais avançados sistemas tecnológicos da marinha americana na época. Por mais avançada que fosse a tecnologia do sistema, ela não foi capaz de evitar o desastre – isso despertou o interesse de diversos pesquisadores de NDM, que realizaram uma investigação extensa sobre o assunto a partir de 1989. Nesse ano, trinta pesquisadores se encontraram consecutivamente em um esforço coletivo para encontrarem características em comum aos processos decisórios em diversos setores, envolvendo oficiais da marinha e do exército, bombeiros e controladores de plantas nucleares, entre outros. O movimento de NDM resultante desses encontros tem foco em estudos de campo com especialistas que tomam decisões sob condições complexas. O objetivo central de NDM é desmistificar a intuição de especialistas através da identificação de sinais que eles

utilizam para a realização de julgamento, mesmo que estes envolvam conhecimento tácito e sejam de difícil articulação pelos indivíduos (KAHNEMAN & KLEIN, 2009).

Enquanto os proponentes de NDM tentam aprender com os *experts*, a abordagem de HB favorece uma atitude séptica ao *expertise* e ao julgamento de *experts*, uma vez que estes estão sujeitos aos vieses e heurísticas que podem levar a escolhas piores ou equivocadas. Kahneman descreve a sua primeira experiência profissional norteada pelo princípio de HB tendo ocorrido quando ele tinha apenas vinte um anos (1955) e trabalhava como tenente nas Forças de Defesa de Israel³³ (KAHNEMAN, 2011). Tendo sido incumbido da tarefa de elaborar um sistema de entrevistas para todo o exército, Kahneman se guiou pelos conceitos absorvidos recentemente da leitura de Meehl (1954), cujo livro havia sido publicado apenas um ano antes: ele estava convencido de que regras simples estatísticas eram superiores à julgamentos clínicos intuitivos. Kahneman (2003) apud. Kahneman and Klein (2009) descreve o sentimento de poder do entrevistador advindo do processo de conhecer cada candidato, junto à convicção de conseguir prever o desempenho futuro deles (apesar do acompanhamento do desempenho dos recrutados mostrar que a rotina de entrevistas vigente era praticamente inútil em prever o sucesso futuro dos mesmos). Esse senso de confiança que normalmente acompanha o julgamento clínico foi cunhado pelo autor de ilusão de validade.

Norteado pelos estudos de Meehl (1954), Kahneman percebeu que a falha se dava por dois motivos: primeiro, o modelo permitia que os entrevistadores fizessem o que eles achavam mais interessante, que era aprender sobre as dinâmicas da vida mental do entrevistado e, segundo, a decisão final (sobre recrutar ou não) era determinada pelas avaliações globais feitas pelo entrevistador. Para melhorar o processo, Kahneman entendia que no primeiro caso, ao contrário do que estava sendo feito, o entrevistador deveria usar o curto tempo à sua disposição para obter a maior quantidade possível de informações específicas sobre a vida do entrevistado em seu ambiente normal e, no segundo caso, que as avaliações globais não deveriam ser confiadas, devendo ser substituídas por resumos estatísticos de atributos avaliados separadamente. Isso traria uma validade maior aos resultados³⁴ e foi o que aconteceu: ao focar em questões factuais e padronizadas, ele conseguiu combater o efeito *halo* (“*halo effect*”), onde primeiras impressões influenciam julgamentos e decisões posteriores. Indo mais a fundo na prevenção dos *halos*, Kahneman instruiu os entrevistadores a conduzirem as entrevistas avaliando os diferentes atributos em uma sequência fixa, classificando cada um deles com

³³ O estado de Israel tinha então apenas 7 anos e todas as suas instituições estavam sob construção.

³⁴ Relembrando o conceito apresentado no Capítulo 2, um questionário confiável apresenta resultados consistentes e precisos e, um questionário válido mede o que ele se propõe a medir (ROSZKOWSKI et. al, 2005).

uma nota em uma mesma escala antes de seguirem para o próximo. Em suma, a tarefa dos entrevistadores (que por sua vez não eram muito qualificados) era apenas extrair fatos relevantes do passado, usando essa informação para avaliar cada atributo de personalidade – essa função era direcionada à promoção de resultados confiáveis. Devido à resistência dos entrevistadores (por acharem que estavam sendo tratados como máquinas), Kahneman introduziu um último exercício ao processo: uma vez que a entrevista tivesse sido concluída, eles deveriam fechar os olhos e imaginar o recruta como um soldado, dando a ele uma nota de 1 a 5.

Para a surpresa dos entrevistadores, essa mudança no processo melhorou substancialmente os resultados, que ainda não eram perfeitos. Já para a surpresa de Kahneman, o julgamento intuitivo que os entrevistadores realizavam no exercício de imaginação também contribuiu positivamente – levando ao aprendizado de que a intuição agrega valor, mas apenas depois de um levantamento disciplinado de informações objetivas e de uma classificação dos atributos separadamente³⁵ (KAHNEMAN, 2011).

Através dos aproximadamente vinte estudos revisados em 1954, Meehl acreditava que a inferioridade de julgamentos clínicos frente a previsões estatísticas ocorria parcialmente em função de erros sistemáticos, como por exemplo, a negligência de taxas-base de resultados na discussão de casos individuais. A inconsistência é uma grande fraqueza do julgamento informal: quando a mesma informação sobre o mesmo caso é apresentada à avaliadores em diferentes ocasiões, estes normalmente chegam à conclusões distintas (KAHNEMAN & KLEIN, 2009). A inexatidão e inconsistência do julgamento humano são, para Kahneman e Klein, capazes de prejudicar substancialmente sua validade – o que foi comprovado em diversos experimentos, dentre eles os apresentados por Goldberg (1970), Kahneman and Tversky (1971) e (KARELAIA & HOGARTH, 2008).

Vimos que as experiências iniciais que nortearam Klein e Kahneman são completamente diferentes: enquanto Klein se deparou com o processo bem sucedido de tomada de decisão dos bombeiros, Kahneman foi exposto em seu primeiro emprego à falibilidade das impressões intuitivas. O contraste entre NDM e HB foi se tornando cada vez mais claro com o passar dos anos, possibilitando hoje a identificação de três principais fatores que diferenciam uma abordagem da outra: a postura assumida pelos pesquisadores de NDM e HB frente ao julgamento de experts, o contexto das pesquisas (campo versus laboratório) e a aplicação de diferentes padrões de performance, que levam a diferentes conclusões sobre *expertise*.

³⁵ Em visita a Israel 40 anos depois desse projeto, Kahneman voltou à base do exército onde as entrevistas ainda eram conduzidas e viu que o modelo desenhado por ele quase não tinham mudado – eles inclusive ainda realizavam o último exercício.

NDM	H&B
1. Postura frente ao julgamento de experts	
<ul style="list-style-type: none"> - O julgamento intuitivo de alguns profissionais é impressionantemente habilidoso. - Têm consciência de que profissionais constantemente falham, mas tendem a enfatizar a admiração ao desempenho bem sucedido de <i>experts</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> - O julgamento intuitivo de alguns profissionais é notavelmente falho. - Têm consciência da existência de <i>expertise</i> e destreza, mas tendem a focar nas falhas da performance cognitiva humana.
<ul style="list-style-type: none"> - Treinados à exploração do pensamento de <i>experts</i>, buscando identificar características críticas da situação que são óbvias ao <i>expert</i>, mas invisíveis aos outros, e como passar essa capacidade às pessoas comuns. - Não gostam de abordagens formais, pois são céticos quanto à imposição de estruturas e regras universais a julgamentos e escolhas que serão feitas em ambientes complexos. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pré-disposição a recomendar a substituição do julgamento informal por algoritmos, sempre que possível.
2. Pesquisa de campo versus laboratório	
<ul style="list-style-type: none"> - Membros dessa comunidade normalmente são praticantes que operam em organizações do “mundo real”. - Usam métodos como observação em campo para investigar julgamento e tomada de decisão em situações complexas, que seriam difíceis de reproduzir em um laboratório. 	<ul style="list-style-type: none"> - Membros dessa comunidade normalmente são baseados em departamentos acadêmicos. - Tendem a favorecer experimentos controlados, em laboratórios. Porém, como exemplificado previamente, HB não é apenas estudada e praticada em laboratórios.
3. Aplicação de diferentes padrões de performance	
<ul style="list-style-type: none"> - Na maioria nas situações estudadas, o critério para avaliação do <i>expertise</i> é baseado em um histórico de resultados positivos ao invés de medidas quantitativas de desempenho. A performance de <i>experts</i> é comparada com a de outros profissionais da mesma área. 	<ul style="list-style-type: none"> - A performance de <i>experts</i> é avaliada através da comparação do seu julgamento com os resultados de um modelo que fará o melhor uso possível das informações disponíveis.
Ambos compartilham a suposição de que julgamentos e preferências intuitivas são atividades do Sistema 1: automáticas, que surgem sem esforço e normalmente vêm à mente sem justificativa imediata. Porém, HB e NDM focam em diferentes classes de intuição:	
Julgamentos intuitivos que resultam da experiência e manifestam habilidade.	Julgamentos intuitivos que resultam de heurísticas simplificadoras e não de experiências específicas.

Tabela 4: *Naturalistic Decision Making* versus *heuristics & biases*

Fonte: Elaboração própria

3.5.1.

Condições necessárias para o desenvolvimento de habilidades intuitivas

Kahneman and Klein (2009) identificam duas condições necessárias para o desenvolvimento de habilidades, que são o cerne da escolha da abordagem de HB para o presente estudo: ambientes de alta validade e oportunidades adequadas para praticá-las. Ou seja, para que o julgamento intuitivo (ou, como vimos, o reconhecimento) seja genuinamente habilidoso, o ambiente deve promover sugestões válidas à natureza da situação. Para que isso aconteça, o ambiente deve ser suficientemente regular. A validade descreve a estrutura estatística e causal de um ambiente – por exemplo: é mais provável de que haja indicações prematuras de que um prédio em chamas está prestes a colapsar ou de que um bebê tenha contraído uma infecção, do que informações públicas de eventos que prevejam o aumento futuro do preço de uma ação. No último caso, se tal informação existisse, ela provavelmente já estaria refletida no preço atual da ação. Nesse sentido, há mais motivos para confiar na intuição de experts em determinados ambientes – como comandantes do corpo de bombeiros acerca de um incêndio ou enfermeiras acerca de uma doença – do que em outros; como as intuições de um *trader* sobre uma ação. É de se esperar que um estudo detalhado sobre como os profissionais pensam proporcionarão sinais mais úteis de previsão nos primeiros exemplos do que no último – especialmente no contexto político e econômico global tão volátil que vivenciamos hoje.

Com a globalização e avanços tecnológicos, os países e mercados ao redor do mundo estão cada vez mais interligados – resultando em um ambiente altamente dinâmico, reativo e complexo. Esse aumento de complexidade e falta de fundamento do comportamento de diversos mercados reduzem ainda mais a validade dos ambientes organizacionais dos mercados de capitais. Adicionado a isso, o dinamismo desses ambientes e a falta de regularidade dos ciclos de mercado dificultariam a oportunidade de aprender os componentes para a formação de habilidade intuitiva, mesmo que ela existisse nos *experts*. Os estudos conduzidos por Tetlock (2005) de previsões de longo prazo de eventos econômicos estratégicos por *experts* demonstrou a total incapacidade dos mesmos em fazer previsões assertivas. Tetlock alega que a nossa necessidade compartilhada em acreditar que vivemos em um mundo compreensível – o qual podemos dominar se nos dedicarmos – é uma doutrina que vai à contramão na natureza humana. O cientista-político aponta ainda que devemos acreditar que, quando confrontados com a escolha entre opções de políticas controversas, o ato de consultar *experts* ou de tirar a sorte na moeda produzirá resultados igualmente assertivos. Para Kahneman and Klein (2009), previsões de longo prazo estão fadadas à falha, pois eventos históricos de larga escala são muito complexos para serem previstos. De toda forma, cumpre apontar que

mesmo os ambientes de alta validade estão sujeitos à incerteza, e que o aprendizado humano é eficiente de modo geral. As situações em que algoritmos normalmente desempenham melhor que pessoas são as encontradas em ambientes de baixa validade e, mesmo assim, Kahneman e Klein concordam que tais modelos devam ser utilizados sob supervisão humana, para que haja monitoramento de sua performance e adequação à mudanças importantes no ambiente.

3.5.2. Experiência fracionada

Outro motivo para o interesse em HB vem da experiência fracionada – quando profissionais desenvolvem *expertise* genuíno em determinadas atividades em seu trabalho, mas não em outras (KAHNEMAN & KLEIN, 2009). Na maioria das profissões, indivíduos terão que lidar com situações que eles não terão a oportunidade de dominar (são poucas as que o *expert* não se deparará com desafios genuinamente novos). A abordagem de NDM se interessa por profissionais que desempenham tarefas constantes – como um bombeiro apagando incêndios ou um clínico fazendo diagnósticos – mas que se deparam com situações desconhecidas e são habilidosas o suficiente para reconhecer que a situação é uma anomalia e apresenta desafios novos. Já a de HB se interessa por casos em que profissionais têm o conhecimento para a execução de determinadas tarefas e tentam usá-la para a execução de outras tarefas. Isso explica a ilusão de validade, já exemplificada no caso dos entrevistadores das Forças de Defesa de Israel: o excesso de confiança que profissionais às vezes vivenciam em práticas que eles não dominam. No caso de profissionais de um *family office*, as tarefas de curto prazo, executadas no dia-a-dia, têm *feedback* rápido – o que normalmente alimenta a sua confiança. Todavia, nesse contexto, grande parte das decisões tomadas são feitas com base em julgamentos de longo prazo como, por exemplo, ao fazer modificações em um portfólio ou investir em um novo fundo de *private equity*. Como os resultados só aparecerão em um horizonte de tempo mais longo, o *feedback* para fracassos nesses casos é disperso, atrasado e ambíguo (KAHNEMAN & KLEIN, 2009). Nesse sentido, a experiência de profissionais pela qual o campo de HB se interessa é uma que conduz para o excesso de confiança. Vale complementar fazendo um contraponto com as tarefas de interesse do campo de NDM: se um bombeiro toma uma decisão errada, as vítimas do incêndio podem morrer naquela hora. O mesmo vale para um médico que toma uma decisão errada em uma cirurgia – o *feedback* será imediato. Esses profissionais são menos suscetíveis ao excesso de confiança, possivelmente pelos riscos pessoais e de imagem diretamente envolvidos.

3.6. Heurísticas e vieses: identificação e análise

O estudo sobre heurísticas de julgamento explora o grande enigma que é a dificuldade de pensarmos estatisticamente Kahneman (2011). Nós temos facilidade em pensar de forma associativa, metafórica e causal – todas inerentes ao Sistema 1 – mas o pensamento estatístico exige que pensemos sobre muitas coisas ao mesmo tempo. A dificuldade intrínseca à essa forma de pensar está associada a limitação da nossa mente, traduzida ao excesso de confiança naquilo que acreditamos saber, além de nossa aparente incapacidade de reconhecer a extensão da nossa ignorância e a incerteza do mundo em que vivemos. Esse excesso de confiança é alimentado pela certeza ilusória da retrospectiva, ou seja, quando olhamos para trás após a ocorrência de um evento e acreditamos que aquilo já era previsto. Há evidência psicológica de que as pessoas são raramente capazes de reconstruir, depois de um evento, o que pensavam ser a probabilidade desse evento antes dele ocorrer (KAHNEMAN & RIEPE, 1998). Nesse sentido, estamos propensos a superestimar a nossa compreensão sobre o mundo e a subestimar o papel do acaso em eventos (KAHNEMAN, 2011; TALEB, 2004). O excesso de confiança é um importante fator comportamental e explica anomalias vistas nos mercados como bolhas especulativas e volumes excessivos de negociações: investidores tendem a exagerar as suas habilidades e a subestimar a probabilidade de resultados ruins sobre os quais eles não têm controle.

O homem racional, da teoria econômica clássica, não possui um Sistema 1, isentando-se das consequências de seu funcionamento automático e muitas vezes inconsciente. Esse *modus operandi* subjacente ao pensamento intuitivo é, como vimos, o que leva às heurísticas de julgamento, que induzem investidores a apresentarem preferências sem considerações objetivas (KAHNEMAN, 2011). Essas heurísticas se referem a estratégia – seja ela deliberada ou não – que depende de uma avaliação natural para produzir uma estimativa ou previsão, negligenciando outras considerações (KAHNEMAN & TVERSKY, 1983). A seguir, serão analisadas as mais relevantes heurísticas e vieses cognitivos inerentes ao julgamento sob incerteza, identificadas por diversos autores, especialmente a partir da década de 70.

3.6.1. Representatividade

Esse investimento parece ser extremamente promissor, porém a taxa-base de sucesso nessa indústria é baixa. Como sabemos que esse caso é diferente?

A heurística da representatividade resume-se à estimativa da probabilidade de que A pertence à B (ou tem sua origem em B) através do julgamento do grau ao qual A se assemelha à B (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). Ou seja, é uma avaliação do grau de correspondência entre uma amostra e uma população, uma instância e uma categoria, um ato e um ator e, geralmente, entre um resultado e um modelo (KAHNEMAN & TVERSKY, 1983). É o ato de julgar algo pela aparência ao invés de quanto aquilo é estatisticamente provável. Essa abordagem ao julgamento de probabilidade leva a sérios erros, pois a representatividade não é influenciada por diversos fatores que deveriam afetar esse tipo de julgamento (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974) – um desses fatores é a probabilidade anterior aos resultados, ou taxa-base. Kahneman (2011) explica o conceito através do exemplo de uma urna com bolas de gude vermelhas e verdes: para decidir se é mais provável tirar uma bola vermelha ou verde da urna, você precisa saber quantas bolas de cada cor existem na urna. A proporção de bolas de uma cor em relação à outra é a taxa-base.

Se não há informação o suficiente para julgar a probabilidade de que A pertence à B ou C, você deve embasar o seu julgamento na taxa-base – mas isso não é o que ocorre normalmente, devido à insensibilidade à probabilidade existente *a priori*. Kahneman and Tversky (1973b) apresentaram esse efeito através de um experimento onde pessoas recebiam uma breve descrição da personalidade de indivíduos, retiradas aleatoriamente de uma amostra de 100 profissionais, sendo eles engenheiros ou advogados. Em um dos experimentos eles recebiam anteriormente a informação de que a amostra continha 70 engenheiros e 30 advogados, e em outro de que continha 30 engenheiros e 70 advogados. A chance de que qualquer descrição pertencesse a um engenheiro é maior no primeiro cenário, onde a maioria dos indivíduos eram engenheiros. Em oposição a essa simples regra estatística, as pessoas em ambos os cenários julgaram a mesma probabilidade – elas avaliaram a chance da descrição pertencer a uma das duas profissões de acordo com a similaridade das características pessoais ao estereotipo daquela profissão, com pouca ou nenhuma consideração à taxa-base. Quando temos dúvidas acerca da qualidade da evidência apresentada, devemos sempre buscar uma aproximação do nosso julgamento à taxa-base (KAHNEMAN, 2011).

3.6.1.1. Insensibilidade ao tamanho da amostra

A Asset recentemente nos apresentou um relatório que diz que, a cada dez ativos que o seu gestor de crédito investe, apenas um apresenta retorno negativo. Todavia, isso não é o suficiente para sustentar uma decisão de investir neles – pelo menos não sem consultarmos o número total de ativos considerados nesta amostra.

Sabemos que, estatisticamente, uma amostra maior tende a dispersar menos de uma probabilidade existente *a priori* do que uma amostra menor. Todavia, indivíduos falham em levar em consideração o tamanho de uma amostra, mesmo quando isso é enfatizado na formulação de um determinado problema. Em um experimento conduzido por Kahneman and Tversky (1974), sabendo-se da probabilidade de que aproximadamente 50% de todos os bebês que nascem são meninos, eles levantaram a seguinte questão: durante um ano, um hospital grande e um hospital pequeno registraram o número de dias que o nascimento de bebês do sexo masculino ultrapassava 60%. Em qual destes dois hospitais é mais provável ter sido registrado o maior número desses dias? O maior, o menor, ou ambos apresentaram um número de dias quase igual? A maioria das pessoas respondeu a última opção, desprezando a condição estatística de que a dispersão acentuada da média (nascimento de bebês do sexo masculino superior à 60%) tem muito mais chance de ocorrência no hospital menor, cuja amostra tem tamanho inferior.

3.6.1.2. Equívocos quanto ao acaso

O preço da ação está caindo a quatro dias consecutivos. Vamos vender o nosso estoque hoje mesmo, pois não existe embasamento para crer que está na hora desse movimento se reverter.

A nossa preferência pelo raciocínio causal (como um evento veio a ser o que é) em detrimento do estatístico (o que poderia ter acontecido em vez do que de fato ocorreu) nos expõe à sérios equívocos ao avaliarmos a aleatoriedade de eventos inteiramente randômicos (KAHNEMAN, 2011). O fato é que nada em particular fez com que o evento seja o que é – ele foi selecionado por acaso, de uma gama de alternativas. Por exemplo, se formos observar o sexo de 6 bebês que nascem em sequencia em um hospital, sabemos que essa sequencia é obviamente aleatória, uma vez que os eventos são independentes. Todavia, se analisarmos as três sequências apresentadas por Kahneman (2011): (1) BBBGGG; (2) GGGGGG e (3) BGBBGB, e nos perguntarmos se elas são igualmente prováveis, a resposta intuitiva (e equivocada) será que não são. Essas sequências são igualmente prováveis, mas como nós não esperamos observar regularidade em processos aleatórios, quando ela ocorre a tendência é rejeitarmos que a aquele processo seja

verdadeiramente randômico. Nesse exemplo específico, a terceira sequência é julgada intuitivamente como sendo a mais provável. Assim como na falácia do apostador (“*gamblers fallacy*”) – onde a pessoa aposta em um número preto na roleta após uma série de resultados anteriores em números vermelhos – nós comumente temos a ilusão do acaso como um processo que se autocorrigue. Assim, desvios em uma determinada direção supostamente induziriam a desvios na direção oposta, restabelecendo o equilíbrio. Feller (1950) identificou a facilidade com a qual vemos padrões aonde não há padrão algum – o que foi validado posteriormente diversas vezes por Kahneman and Tversky (1972), Gilovich, Vallone, and Tversky (1985)³⁶ e Kahneman (2011), entre outros.

3.6.1.3.

A lei dos pequenos números

Não vamos assumir que esse gestor é brilhante antes de fazermos uma estimativa estatística da possibilidade de que essa recente onda de acertos seja fortuita.

Um fator amplamente discutido nessa categoria heurística é a lei dos pequenos números: pesquisadores que selecionam amostras demasiadamente pequenas colocam-se a mercê da sorte, podendo obter resultados inconclusivos ou contrários a uma hipótese que poderia estar correta. Pode parecer estranho que pesquisadores exponham seus experimentos à erros por um dimensionamento inadequado de amostragem, quando o risco de erro pode ser estimado através de um procedimento simples. Todavia, há ampla evidência da utilização da intuição por pesquisadores no dimensionamento de suas amostras, inclusive aqueles com amplo conhecimento e formação estatística (KAHNEMAN, 2011). Kahneman and Tversky (1971) propuseram a hipótese de representatividade para a lei dos pequenos números, de acordo com a qual pessoas acreditam que amostras são muito similares entre si e à população da qual foram extraídas – levando a estimativas enviesadas e resultados inválidos.

3.6.1.4.

Insensibilidade à previsibilidade

Ele estava inclinado a comprar um lote de ações da AB Inbev – tinha certeza de que ia ganhar dinheiro, pois gosta muito dos executivos da empresa e se identifica com a cultura. Todavia, expliquei que essas ações estão em seu high histórico e que a probabilidade de obter retorno com ações de outras empresas que não estão tão caras é maior.

³⁶Em “The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences”, os autores desmistificaram a ilusão de *hot hand* no basquete – a crença compartilhada por jogadores, treinadores e fãs de que um jogador tem uma maior propensão a marcar pontos do que outros, após realizar consecutivamente uma série de jogadas assertivas. O *hot hand* não passa de uma grande ilusão cognitiva.

Este é um dos principais vieses de representatividade. Ele diz respeito a como fazemos previsões com base em associações que podem não ter relação alguma com aquilo que estamos prevendo – por exemplo, prever que uma ação irá se valorizar no futuro porque você se identifica com a descrição da companhia, ou prever que a ação irá se desvalorizar, pois a descrição sugere uma companhia medíocre. Assim, se a descrição é favorável, um retorno elevado da ação parece *representar* melhor aquela companhia e o mesmo vale para o oposto (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974; STATMAN, 1995). O grau ao qual a descrição é favorável não é afetado pela confiabilidade da descrição ou pelo grau ao qual ela permitiria fazer uma previsão precisa, tornando a previsão insensível à confiabilidade das provas e imprecisa (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). Esse viés viola a regra estatística de que a extremidade e a variação de previsões são controladas por considerações de previsibilidade: quando não há previsibilidade alguma, a mesma previsão deve ser feita em todos os casos. No caso de uma companhia, se a descrição da mesma não proporciona informação relevante à sua lucratividade, então o mesmo valor deve ser atribuído à todas as companhias. De modo geral, quanto mais alta a previsibilidade, mais ampla será a variação dos valores previstos.

3.6.1.5. Ilusão de validade

Os testes implementados para a avaliação do perfil de nossos investidores não demonstrou nenhum sucesso em prever suas reações futuras. Todavia, tendo observado o comportamento em situações artificiais, nós sentíamos que os conhecíamos bem e sabíamos como eles iriam se comportar quando confrontados com a realidade. Nós trocamos o nosso método de avaliação apenas depois de muito tempo, quando aceitamos que estávamos nos embasando nossas previsões em evidências fracas.

Vimos que a essência da heurística de representatividade é a tendência a prever através da escolha do resultado que mais seja mais representativo do *input* (como associar a descrição de uma pessoa à uma profissão), e que a confiança que o indivíduo tem em sua previsão depende primariamente no grau de representatividade – quanto mais representativo, mais confiança será promovida. Essa confiança gerada sem nenhuma garantia, produzida por um *input* e um *output* que aparentam ser correspondentes, é chamada de ilusão de validade (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). Essa ilusão persiste mesmo quando o indivíduo está ciente dos fatores que limitam a validade de suas previsões. Outro dado importante apresentado por Kahneman and Tversky (1974) é o fato de que, quanto mais padronizados forem os *inputs*, maior será a confiança do indivíduo nas previsões apresentadas. Inputs padronizados geralmente ocorrem quando as variáveis são altamente redundantes ou correlacionadas e, resultados estatísticos comprovam que

previsões embasadas em *inputs* de uma determinada validade serão mais precisas quando os *inputs* são independentes uns dos outros do que quando são correlacionados ou redundantes. Dessa forma, vemos que geralmente o indivíduo terá mais confiança em previsões com *inputs* padronizados – estes que por sua vez produzem resultados menos precisos.

3.6.1.6. Regressão à média

Não é de se surpreender que os candidatos que mais nos impressionam muitas vezes não atendem às nossas expectativas. Nas nossas entrevistas, nós antecipamos a regressão, lembrando sempre que os candidatos que são muito fora da curva no primeiro teste tendem a regredir à média em seguida. Kahneman (2011) diz que sucesso = talento + sorte e, muito sucesso = um pouco mais de talento e muito mais sorte.

O fenômeno estatístico de regressão à média foi documentado pela primeira por Galton (1886), em um estudo com sementes de diferentes tamanhos, porém da mesma espécie. Seu experimento mostrou que as sementes da prole não tendiam a se assemelhar à seus pais – ao contrário, se os pais fossem grandes elas tendiam a ser menores que eles e, se fossem pequenos, tendiam a ser maiores que eles. Além disso, Francis Galton descobriu que a regressão filial média à mediocridade era diretamente proporcional ao desvio dos parentes da mediocridade. A regressão à média pode ser observada em diversas situações, como ao comparar a altura de pais e filhos ou a performance de indivíduos em testes consecutivos (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974) – quanto mais extrema é a variação, maior a regressão esperada (KAHNEMAN, 2011). A nossa dificuldade em aceita-la como uma explicação válida para variações é causada pela conformação da nossa mente – que é enviesada a explicações causais e não lida bem com esclarecimentos meramente estatísticos (HERTWIG & GIGERENZER, 1999; KAHNEMAN, 2011). Explicações causais serão sempre evocadas quando uma regressão é detectada, todavia elas estarão equivocadas, pois regressão a media possui uma explicação, mas *não possui* uma causa. Por exemplo, um jogador de golfe que teve uma performance excepcional no primeiro dia de um torneio provavelmente a teve por sorte naquele dia – entretanto, essa explicação carece de uma força causal que a mente humana prefere (KAHNEMAN, 2011). A regressão à média provavelmente permanece elusiva porque é incompatível com a crença de que um resultado previsto deva ser representativo de seu *input* ao máximo possível – desta forma, tendemos a acreditar que o valor do resultado de uma variável será tão extremo quanto o valor da variável do *input* (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974).

3.6.1.7. Falácia da conjunção

Os relatórios desse banco quase sempre apresentam erros e raramente são entregues dentro do prazo acordado, atrasando a consolidação do investimento que está sob sua custódia no nosso relatório global do portfólio do cliente. Todavia, pela regra de lógica, a probabilidade de que este mês eles nos entreguem com atraso e com erros é menor do que a probabilidade de que nos entreguem apenas com atraso.

O termo falácia é normalmente utilizado quando as pessoas falham em aplicar uma regra de lógica que seja obviamente relevante (KAHNEMAN, 2011). O conceito de uma falácia de conjunção diz respeito à falta de aplicação de lógica básica ao julgar a conjunção de dois eventos como sendo mais provável do que apenas um dos eventos: $P(A \wedge B) \leq P(B)$ ou $P(A \wedge B) \leq P(A)$ (HERTWIG & GIGERENZER, 1999; KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & TVERSKY, 1983). O clássico exemplo dessa falácia é o problema de “Linda” (KAHNEMAN & TVERSKY, 1983), onde é apresentada a descrição dessa personagem fictícia, que se assemelha mais a uma ativista do movimento feminista do que a uma atendente de banco. Quando os participantes no experimento são questionados sobre a probabilidade de que Linda seja uma ativista do movimento feminista e uma caixa de banco, ou apenas uma atendente de banco, a maior parte dos respondentes julgou que havia uma maior probabilidade de que Linda fosse ambos. Esse julgamento de probabilidade é claramente equivocado, tendo sido nesse caso enviesado pela representatividade (similaridade estereotípica da descrição de Linda a uma ativista do movimento feminista). Os resultados mais representativos se unem com a descrição da personalidade para produzir histórias que sejam mais coerentes, como ocorreu neste caso. Entretanto, as histórias mais coerentes não são necessariamente as mais *prováveis*, mas são plausíveis – e as noções de coerência, plausibilidade e probabilidade são facilmente confundidas (KAHNEMAN, 2011).

3.6.2. Disponibilidade

Essa família está com aversão à investimentos no setor farmacêutico, pois são muito amigos dos sócios daquela grande empresa que quebrou no mês passado. Esse evento negativo é a primeira imagem que vêm à mente deles quando falamos nesse setor. Precisamos apresentar as grandes oportunidades que esse novo investimento oferece e desmistificar essa impressão enviesada.

A heurística da disponibilidade foi inicialmente explorada por (KAHNEMAN & TVERSKY, 1973A), e em diversos momentos posteriores (KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & TVERSKY, 1974, 1983; ROSS & SICOLY, 1979). Essa heurística consiste da avaliação da frequência de classes ou da probabilidade de eventos pela

disponibilidade: a facilidade com a qual casos relevantes vêm à mente (KAHNEMAN & TVERSKY, 1973A). Por exemplo, se pedirmos a um indivíduo que estime a frequência de uma categoria como “pessoas que perdem dinheiro na bolsa de valores”, a resposta será embasada na disponibilidade de casos como este na mente do indivíduo. Se a restauração de exemplos for fácil e fluente, a categoria será julgada como sendo grande (KAHNEMAN, 2011). Nos primeiros estudos acerca da disponibilidade (KAHNEMAN & TVERSKY, 1973a, 1974), ainda não era determinado se essa heurística era uma estratégia deliberada de solucionar de problemas ou uma operação automática. Atualmente, é sabido que ela envolve ambos os tipos de operações – as do Sistema 1 e as do Sistema 2 (KAHNEMAN, 2011).

3.6.2.1.

Facilidade de recuperação de casos

O cliente quer participar desse investimento de qualquer maneira. O seu primo ganhou muito dinheiro no último fundo de private equity que a mesma gestora montou e seu irmão teve sorte nos únicos dois fundos de private equity nos quais investiu. Precisamos deixar claro que, assim como há uma possibilidade de conseguir ganhos elevados, existe também uma possibilidade equivalente de perder o montante investido e essa perda será irrecuperável. No pior cenário, os seus objetivos de longo prazo mais importantes seriam inviabilizados.

Como vimos anteriormente, uma categoria que tenha casos semelhantes com fácil acesso em nossa memória será julgada como mais numerosa do que uma categoria com exatamente o mesmo volume, porém que esteja menos acessível em nossa memória. Kahneman and Tversky (1974) apresentaram a indivíduos uma lista de nomes de personalidades dos dois sexos e, posteriormente perguntaram a eles se a lista continha mais nomes de mulheres ou de homens. Diferentes listas foram apresentadas a diferentes grupos de pessoas – em algumas os homens eram mais famosos do que as mulheres e em outras as mulheres eram mais famosas do que os homens. Tratando-se de cada uma das listas, os indivíduos julgaram erroneamente que a categoria predominante (mulheres ou homens) era a que continha o maior número de personalidades famosas daquele sexo – isso ocorreu pela maior disponibilidade de nomes *mais* familiares em suas memórias.

Além da *familiaridade* como facilitador da disponibilidade, há também a *proeminência*: ou seja, o impacto de ver algo acontecendo ou vivenciar uma experiência tem um maior impacto sobre a probabilidade subjetiva daquele evento do que simplesmente ler sobre aquilo. Por exemplo, se você perdeu dinheiro em um investimento de crédito privado e for questionado sobre a probabilidade subjetiva disto acontecer, você atribuirá a esse evento uma probabilidade maior do que se você tivesse lido sobre uma empresa não honrando uma dívida a seus credores no jornal. Outros elementos também

favorecem o aumento da probabilidade subjetiva ao se fazer um julgamento, como a recência de um evento passado – se um evento ocorreu há muito tempo, ele provavelmente será julgado como menos numeroso do que um evento que ocorreu ontem, e, portanto poderá ser recuperado com muito mais facilidade de nossa memória (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974).

3.6.2.2.

A eficácia de um conjunto de busca

Ele acredita que a oposição irá vencer as eleições, mesmo com as pesquisas indicando o contrário. Acredito que esteja superestimando o número de eleitores opositoristas, pois todos em seu círculo imediato de relacionamentos o são.

Diferentes tarefas provocam diferentes conjuntos de busca que, por sua vez, estão inseridos em contextos que podem ser mais ou menos acessíveis. Kahneman and Tversky (1974) apresentam exemplos de associações que fazemos com palavras, como a probabilidade de uma palavra (em inglês) começar com a letra *r* ou tê-la como terceira letra. Quando as pessoas são confrontadas com essa pergunta elas relembram palavras nessas situações e avaliam a sua frequência (através da facilidade com a qual elas vêm à mente). Devido ao fato de que é muito mais fácil fazer uma busca pela primeira letra do que pela terceira, a maioria das pessoas julga haver um maior número de palavras começando com uma determinada consoante do que palavras com essa consoante aparecendo como terceira letra – mesmo no caso de *r* ou *k*, que na língua inglesa são mais frequentes na terceira posição do que na primeira. O mesmo vale para o julgamento da frequência de palavras abstratas (amor, pensamento) contra palavras concretas (porta, lápis) na escrita inglesa – uma forma de responder a essa pergunta é buscar por contextos em que elas aparecem (o contexto será o conjunto de busca). Parece mais fácil pensar em contextos nos quais aparecem conceitos abstratos (como amor em histórias de amor), do que conceitos concretos – isso foi comprovado por Kahneman and Tversky (1974), quando os respondentes julgaram haver uma maior ocorrência de palavras abstratas, quando na verdade a ocorrência de palavras concretas é superior.

3.6.2.3.

Vieses de imaginação

A imaginação desempenha um papel importante na avaliação de probabilidades em situações da vida real. Isso ocorre quando a pessoa tem que acessar a frequência de uma categoria cujas ocorrências não estão guardadas na memória, mas podem ser geradas a partir de uma determinada regra. O risco envolvido em uma expedição de aventura, por exemplo, é avaliado através da imaginação de contingências com as quais a expedição

não está suficientemente equipada para lidar. Se muitas dessas contingências podem ser facilmente imaginadas, a expedição poderá parecer excessivamente perigosa – por mais que a facilidade com a qual os desastres são imaginados não reflita a probabilidade real de sua ocorrência. O oposto é válido: o risco envolvido poderá ser subestimado se alguns perigos forem de difícil concepção, ou se simplesmente não vierem a mente.

3.6.2.4. Correlação Ilusória

Eles acreditam que existem muitos gestores jovens apresentando oportunidades de investimentos mais arriscados. Eles associam a juventude à propensão a risco, devido a dois casos que vivenciaram em que ambos os elementos apareciam conjuntamente. Essa correlação é, no entanto, ilusória.

A ilusão de correlação é proveniente do julgamento da frequência da ocorrência de pares de eventos ou classes – ou seja, a frequência com a qual ambos ocorrem conjuntamente. As estratégias utilizadas para estimar a frequência de um único elemento também podem ser empregadas na estimativa da frequência de pares de elementos e a repetição de um par reforça a associação entre eles. Portanto, ao avaliar a frequência desse par, o indivíduo poderá usar a força da associação entre os elementos como uma dica (KAHNEMAN & TVERSKY, 1973a) – consequentemente, quando a associação é forte, ele poderá ter a ilusão de uma frequência elevada da ocorrência conjunta (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). Chapman (1967), comprovou esse viés no julgamento de co-ocorrência através de um experimento que usava dois conjuntos de palavras, e a construção de uma lista que combinava palavras do primeiro conjunto com palavras do segundo conjunto. Todos os pares foram apresentados visualmente aos indivíduos o mesmo número de vezes e os indivíduos sabiam que deveriam, posteriormente, relatar a frequência com a qual cada palavra havia sido combinada com outra palavra. Apesar deste aviso, a frequência de co-ocorrência de palavras associadas foi superestimada, causando uma correlação ilusória entre tais palavras – por exemplo: *bacon e ovos* foram avaliadas como mais recorrentes do que *leão e ovos*. Uma correlação similar foi identificada entre palavras atipicamente longas. Outros fatores também reforçam a associação entre pares e, consequentemente, aumentam a frequência aparente daquele par. A ilusão de correlação ocorre por diferentes graus de associação, podendo ser afetados por associações anteriores entre esses itens, que podem estar mais ou menos disponíveis em nossa memória.

Tratando-se da participação dos Sistemas 1 e 2 na heurística da disponibilidade, podemos dizer que a facilidade com a qual casos vêm à mente é uma heurística do Sistema 1 – que é substituída por um foco em conteúdo quando o Sistema 2 está mais engajado. Pessoas que se deixam ser guiadas pelo Sistema 1 são mais suscetíveis à vieses de disponibilidade do que pessoas que tem um estado de vigilância mais elevado. Algumas condições favorecem uma limitação às operações do Sistema 1, como o engajamento simultâneo em duas tarefas que exigem esforço ou a confiança excessiva na intuição.

3.6.3.

“O que vemos é tudo o que existe” (“WYSIATI”)

A apresentação foi muito bem feita e nos forneceu uma explicação plausível para a alta volatilidade que tem sido observada nos preços dos ativos, mas nós erramos em tomar uma decisão tão importante de investimento por influência disto. Não procuramos outras informações pois o que vimos naquele momento era, para nós, tudo o que existia.

Tirar conclusões precipitadas com base em evidência limitada é de extrema importância para a compreensão do raciocínio intuitivo. O tema é tão recorrente no discurso de Kahneman (2011) que ele criou uma abreviação para o efeito “o que vemos é tudo o que existe”, passando a adotar o termo “WYSIATI³⁷”. O funcionamento automático da nossa mente é radicalmente insensível à qualidade e à quantidade das informações que dão origem à nossas impressões e intuições (KAHNEMAN, 2011). Brenner, Koehler, and Tversky (1996) examinaram previsões e julgamentos de confiança embasados em evidência unilateral – alguns participantes tiveram acesso a apenas um dos lados de uma disputa legal, enquanto outros tiveram acesso a ambos os lados (jurados). Os participantes fizeram previsões acerca do número de jurados que favoreceram o promotor em cada caso – aqueles que viram apenas um dos lados fizeram previsões enviesadas a favor daquele partido. Além disso, eles demonstraram mais confiança, porém menos precisão do que aqueles que viram ambos os lados. Os resultados obtidos demonstraram que as pessoas não compensam suficientemente pela falta de informação, mesmo quando sabem que a informação disponibilizada à elas está incompleta.

³⁷ “What you see is all there is”.

Quando apenas um lado da história é apresentado, o comportamento enviesado a favor desse lado é de se esperar – a confiança que as pessoas vivenciam é determinada pela coerência da história que elas conseguem construir a partir da informação disponível. É a consistência da informação que importa para uma boa história e não o quanto essa informação está completa. Além disso, geralmente *saber menos* facilita encontrar um padrão coerente para aquilo que se sabe. *WYSIATI* ajuda a alcançar a coerência e a facilidade cognitiva que nos faz aceitar uma afirmação como sendo verdadeira – esse mecanismo explica porque conseguimos pensar rápido e como damos sentido a informações parciais em um mundo complexo (KAHNEMAN, 2011). Todavia, esse mesmo mecanismo que funciona muitas vezes – construindo histórias que são suficientemente coerentes para levar à ações razoáveis – também explica uma série de vieses decisórios e de julgamento. Como vimos, o excesso de confiança é um exemplo claro, uma vez que a regra de “aquilo que vemos é tudo o que existe” implica que nem a quantidade, nem a qualidade da evidência valem muito tratando-se de confiança subjetiva. Nós tendemos a não considerar a possibilidade de que faltam importantes evidências para fazermos um julgamento. Outro exemplo é o efeito de enquadramento: a mesma informação apresentada de diferentes maneiras pode levar a decisões distintas (KAHNEMAN, 2011). Se um indivíduo que está decidindo entre fazer ou não uma cirurgia é confrontado com a declaração de que há 20% de chance de fracasso, ele ficará mais inseguro em fazê-la do que se o médico disser que há 80% de chance de sucesso – a estatística é exatamente a mesma, mas as pessoas tendem a ver apenas uma formulação e “aquilo que vemos é tudo o que existe”. A negligência à taxa-base também pode ser explicada por *WYSIATI*, uma vez que muitas vezes chegamos a conclusões precipitadas devido a heurísticas como as de representatividade ou de disponibilidade, ignorando regras estatísticas básicas e fundamentais.

3.6.4.

A heurística do afeto

Esse cliente vivenciou o caos ocasionado pela contaminação da falha na usina nuclear. Desde então, ele tornou-se avesso a investimentos em qualquer fonte de energia – ele acha que esses investimentos são mais arriscados que os demais.

Vimos que o mundo em nossas mentes não é uma replica precisa da realidade – nossas expectativas quanto à frequência de eventos são afetadas pelo predomínio e intensidade emocional das mensagens as quais estamos expostos (KAHNEMAN, 2011). Por mais que o afeto tenha desempenhado um papel em diversas teorias comportamentais, ele raramente foi reconhecido como um componente importante do julgamento humano e tomada de decisão, cujas raízes racionais direcionaram o foco da pesquisa descritiva ao

estudo cognitivo e não afetivo (FINUCANE, ALHAKAMI, SLOVIC, & JOHNSON, 2000). Finucane et al. (2000) perceberam que a facilidade com a qual diferentes riscos vêm à mente e as reações emocionais a eles são completamente vinculadas. Pensamentos e imagens aterrorizantes nos ocorrem com certa facilidade e pensamentos relacionados ao perigo que são vívidos exacerbam o medo (KAHNEMAN, 2011). A noção da heurística do afeto desenvolvida por Slovic consiste do julgamento e tomada de decisão a partir da consulta às nossas emoções (gostar ou desgostar de algo). Esse mecanismo é uma instância de substituição, na qual a resposta a uma pergunta difícil (“o que eu penso sobre isso?”) é involuntariamente substituída por uma mais fácil: “eu gosto disso?” (KAHNEMAN, 2011).

3.6.5. Ancoragem

Não vamos nos deixar influenciar pelos números que eles apresentarem na primeira proposta de venda. É possível que eles tentem nos ancorar em um número demasiadamente elevado.

O efeito de ancoragem ocorre quando pessoas consideram um determinado valor para uma quantidade desconhecida *antes* de estimar a quantidade. O resultado é que a estimativa passa a ser enviesada pela âncora, tendendo a ficar próxima àquele valor inicialmente considerado (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974). O grande problema desse efeito é que o julgamento dos indivíduos é influenciado por um número que pode não ser nada informativo (EPLEY & GILOVICH, 2001; KAHNEMAN, 2011) e esse número (a âncora) pode estar sendo utilizado como uma ferramenta de manipulação – por exemplo, na negociação da venda de uma casa com um corretor, que “ancora” a ideia de preço em um valor muito superior ao valor de mercado da casa. A ancoragem pode ser utilizada como uma ferramenta de ajuste, ou seja, quando você desconhece um número que está tentando estimar e estabelece um valor de partida para em seguida ajustar, ou como ferramenta primária, quando é feita uma pergunta que já sugere um número que afetará a resposta. Com relação ao primeiro caso, tenhamos como exemplo a pergunta: “em que ano o homem foi à Lua pela primeira vez?”. Sabemos que isso ocorreu depois de 1950 (essa é a âncora), e deste número ajustaremos na direção apropriada ao encontrarmos argumentos para nos movermos da âncora. Somado a isso, Epley and Gilovich (2001) confirmaram que ajustes são operações trabalhosas, o que leva pessoas a fazerem menos ajustes (ficando mais próximas à âncora) quando os seus recursos mentais estão esgotados – ou porque a memória está ocupada com muitas coisas, ou devido ao uso de entorpecentes. Quando a âncora surge como uma sugestão, ela se torna um efeito primário. Kahneman (2011) exemplifica esse efeito através da pergunta “Gandhi tinha

mais ou menos que 144 anos de idade quando ele morreu?”. É evidente que Gandhi não tinha mais do que 144 anos de idade e a pessoa que responde a essa pergunta provavelmente não fará uma estimativa através de ajustes dessa âncora. Todavia, esse número tão elevado acaba afetando a estimativa, jogando-a para cima a partir do momento em que a pessoa imagina uma pessoa muito velha quando escuta o número 144 na pergunta.

3.6.6.

A falácia dos custos irrecuperáveis: contabilidade mental e o efeito da disposição

Ele optou por vender a ação que naquele momento específico proporcionaria um ganho maior com relação ao preço de compra. A disposição a encerrar uma “conta mental” com ganhos é maior do que a de encerrar uma conta com perdas, por mais que essa estratégia não seja financeiramente a melhor.

A falácia dos custos irrecuperáveis está relacionada com o conceito de contas mentais que utilizamos para organizar a nossa vida, explorado por Richard H. Thaler (1999) e Kahneman (2011), entre outros. A contabilidade mental feita ao separar o dinheiro e gastos em diferentes “contas mentais” resume-se a um conjunto de operações cognitivas utilizadas por indivíduos e famílias para organizar, avaliar e acompanhar atividades financeiras. Esse modo de operar influencia as nossas escolhas e viola o princípio econômico de fungibilidade, (RICHARD H. THALER, 1999) como veremos a seguir. Essas diferentes contas categorizam montantes de dinheiro em classes como, por exemplo, poupança, dinheiro para a faculdade dos filhos, dinheiro para emergências médicas, dinheiro para gastos do dia-a-dia e assim por diante – existe uma hierarquia clara na nossa vontade de sacar dinheiro dessas contas para arcar com despesas correntes. Kahneman (2011) demonstra como esse mecanismo afeta o nosso comportamento através do exemplo de dois fãs de basquete que planejam dirigir por 40 milhas para assistirem a um jogo. Um deles pagou pelo ticket, enquanto o outro estava a caminho para comprar o seu mas acabou recebendo de presente de um amigo. Considerando que uma nevasca foi anunciada no dia do jogo, é mais provável que o indivíduo que pagou pelo ticket vá ao jogo do que o que recebeu o ticket de graça. Independentemente de como eles obtiveram seus tickets, ambos ficarão desapontados – eles criaram uma conta mental para esse jogo que pretendiam assistir e faltar esse jogo significa encerrar essa conta com um saldo negativo. Todavia, o ato de encerrar a conta é muito mais negativo para o que pagou pelo ticket: ele está sem o dinheiro e sem o jogo, portanto mais motivado a dispender o esforço de enfrentar a nevasca. O indivíduo atribui emoções ao estado dessa conta mental, o que não é reconhecido pela teoria econômica tradicional: o homem racional entenderia que o

ticket já foi pago e não pode ser devolvido: o seu custo é irrecuperável e não faria diferença ter pago do próprio bolso ou recebido de um amigo.

O mesmo ocorre, quando indivíduos precisam vender ações de seu portfólio para arcar com uma despesa corrente. Ao consultar os preços de compra de cada ação, o investidor irá identifica-las como “vencedoras”, valendo mais do que o preço da aquisição, ou como “perdedoras”, caso o seu preço tenha caído. Mesmo que nas últimas semanas o preço de ambas as ações tenha permanecido estável, a tendência é que ele venda a ação vencedora, para encerrar aquela conta mental com um “ganho”. A propensão a vender ativos vencedores e a carregar perdedores é denominada efeito da disposição, sendo amplamente observada no comportamento de investidores, que tendem a tratar custos irre recuperáveis como relevantes – jogando o bom dinheiro após o mau ao continuarem a operar investimentos que estão fracassando na esperança de que os mesmos irão se recuperar (SHEFRIN & STATMAN, 1985). Em contraponto, na situação anteriormente apresentada, um agente econômico racional teria uma visão abrangente de seu portfólio, vendendo a ação com menor probabilidade de apresentar um bom desempenho no futuro – pouco importa se a mesma é uma “vencedora” ou uma “perdedora”. (KAHNEMAN, 2011). O efeito da disposição é um viés crítico, pois, na realidade, faz diferença vender uma ou a outra (vencedora ou perdedora) em alguns contextos. Isso ocorre porque, se o indivíduo se preocupa mais com a sua riqueza atual do que com suas emoções, ele deveria sempre vender as perdedoras: em jurisdições que oferecem um incentivo fiscal, a realização de perdas reduz os seus impostos enquanto a realização de ganhos implica na geração de impostos. Shefrin and Statman (1985) mostraram que, por mais que esse fato seja do conhecimento de todos os investidores americanos, eles tendem a ignorá-lo ao longo de todo o ano com exceção ao mês de dezembro, que é quando impostos estão mais presentes em suas mentes. Outro argumento contra vender “vencedores” é a anomalia de mercado amplamente documentada de que ações que recentemente ganharam valor tendem a continuar ganhando, ao menos por um curto período de tempo. Ou seja, encerrar uma conta mental com um ganho pode ser prazeroso, mas esse é um prazer que pode custar dinheiro (KAHNEMAN, 2011).

3.7. Evolução da teoria comportamental

Apostas representam o fato de que as consequências de nossas escolhas são incertas – cada escolha significativa que fazemos carrega algum grau de incerteza. Até a década de setenta, a pesquisa acerca da tomada de decisão em contextos econômicos/financeiros, voltada a estudar a atitude das pessoas perante opções de risco, embasava-se sobre uma proposição: a teoria da utilidade esperada (BERNOULLI, 1738;

1954; FRIEDMAN & SAVAGE, 1948; NEUMANN & MORGENSTERN, 1944) – que era a fundação do modelo do agente racional. Para Kahneman (2011), essa teoria não foi concebida como um modelo psicológico, mas sim como uma lógica para escolhas baseada nas regras elementares de racionalidade, permanecendo como a mais importante teoria de ciências sociais até hoje. Economistas adotaram a teoria da utilidade esperada com um duplo papel: o primeiro é normativo, descrevendo como os agentes racionais fazem escolhas, e o segundo é prescritivo – uma lógica que indica como as escolhas deveriam ser feitas (KAHNEMAN, 2011; KAHNEMAN & RIEPE, 1998). Os estudos de Kahneman e Tversky que levaram à teoria do prospecto (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979) se distanciavam dessas abordagens desde o ponto de partida: eles introduziram um modelo descritivo, buscando entender como os seres humanos de fato tomam decisões que envolvem risco, sem assumir nada acerca de sua racionalidade. Neste sentido, o intuito era encontrar a escolha intuitiva entre prospectos e não a escolha mais racional ou vantajosa. O modelo desenvolvido por Kahneman and Tversky (1979) foi construído com base na teoria da utilidade, mas apresentava diferenças fundamentais, que veremos a seguir.

A relação entre o valor psicológico do dinheiro (*utilidade*) e a quantidade de dinheiro foi estabelecida em 1738 por Bernoulli: ele argumentava que um presente de 10 moedas tinha a mesma utilidade para uma pessoa que já possuía 100 moedas, do que um presente de 20 moedas para uma pessoa com 200 moedas (BERNOULLI, 1738; 1954). Nós normalmente tratamos de mudanças financeiras (com um aumento de salário) em termos de porcentagem – a ideia é que um aumento de 20% provoque reações psicológicas similares para ricos e pobres. Nesse sentido, a reação psicológica a uma mudança no patrimônio é inversamente proporcional ao montante inicial do patrimônio – ou seja, a utilidade é uma função logarítmica do patrimônio. Bernoulli (1738; 1954) aponta que, até a sua proposição, matemáticos assumiam que apostas deveriam ser avaliadas pelo seu valor esperado, consistindo de uma média ponderada dos possíveis resultados, onde cada resultado era ponderado por sua probabilidade de ocorrência:

Ex.: O valor esperado de 70% de chance de ganhar R\$ 100,00 e 30% de chance de ganhar R\$ 5,00 é:

$$= (0,7 \times 100 + 0,3 \times 5) = \text{R\$ } 71,5$$

No entanto, se a questão fosse direcionada à preferência de receber como um presente essa aposta ou a certeza de R\$ 65, a maior parte das pessoas preferiria a certeza. Isso demonstra que indivíduos não avaliam prospectos pelo seu valor esperado – se esse fosse o caso, eles prefeririam a aposta, pois R\$ 71,5 é superior a R\$ 65,00. A teoria da utilidade esperada preconiza a aversão a risco – Bernoulli mostrou que a maioria dos indivíduos não gosta de risco (que em apostas é representado pela chance do pior resultado) e, deste modo, tendem a escolher a opção de certeza, o que significa pagar um prêmio para evitar a incerteza. Desse modo, suas escolhas não são baseadas em valores financeiros, mas sim nos valores psicológicos dos resultados: a *utilidade*. O equivalente certo (aquilo que o indivíduo estaria disposto a aceitar no lugar da aposta) é normalmente menor do que o retorno esperado do jogo. Até então, a maioria dos cientistas baseava suas hipóteses na premissa de que todos os ganhos devem ser avaliados exclusivamente em termos de si mesmos – ou seja, com base em suas qualidades intrínsecas, produzindo uma utilidade diretamente proporcional ao ganho, refletida em uma função linear (BERNOULLI, 1738; 1954). De acordo com o que Bernoulli propôs, a mudança na equação apresentada anteriormente deverá, portanto, contemplar a substituição dos valores financeiros pela utilidade dos resultados esperados, sendo representada por uma função não-linear (Figura 7). Nesta, AB representa a quantidade de riqueza inicial e a curva $BGLS$ designa utilidades aos ganhos de riqueza representados pelas abscissas BD , BE e BF . A curva se estende na direção oposta, tratando de perdas de riqueza, onde a abscissa Bp representa uma perda e a coordenada po representa um declínio correspondente em utilidade ao indivíduo.

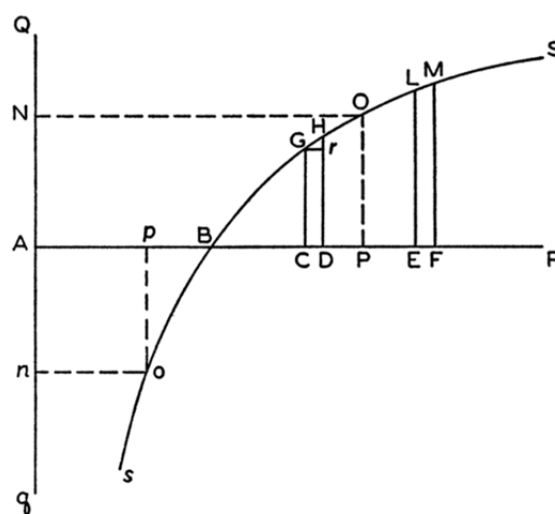


Figura 7: A função de utilidade esperada de Bernoulli (1738; 1954)

Fonte: Bernoulli

A Figura 8 mostra uma versão da função de utilidade de Bernoulli, apresentada por Kahneman (2011): vemos que um incremento de 1 milhão à uma riqueza de 1 milhão rende 30 pontos de utilidade, todavia, um incremento de 1 milhão à uma riqueza de 9 milhões rende apenas 4 pontos de utilidade. Bernoulli propôs que a aversão a risco é explicada pela redução do valor marginal de riqueza, que explica, por sua vez, a preferência geralmente apresentada por uma coisa certa contra uma aposta favorável de valor esperado levemente superior ou equivalente. Ou seja, o valor psicológico de uma aposta não deve ser a média ponderada dos possíveis resultados em *valor financeiro*, mas sim a média da *utilidade* desses resultados ponderada por sua probabilidade de ocorrência. Esse é o conceito de utilidade esperada – a contribuição mais relevante da teoria de Bernoulli, a qual ele denominou *expectativa moral*.

Riqueza (milhões)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Unidades de utilidade	0	30	48	60	70	78	84	90	96	100
Ganhos (utilidade)	30	18	12	10	8	6	6	6	4	

Figura 8: A função de utilidade de Bernoulli exemplificada por Kahneman (2011)
Fonte: Kahneman (2011)

Consideremos a escolha entre uma aposta com chances iguais de terminar com uma riqueza de 1 ou 7 milhões, ou a certeza de uma riqueza de 4 milhões, em termos de utilidade:

$$Utilidade da aposta = \frac{(0 + 84)}{2} = 42$$

$$Utilidade da certeza = 60$$

O valor esperado da aposta ou da certeza são equivalentes financeiramente (4 milhões), porém, a utilidade de cada opção é diferente, devido a característica da função que reduz marginalmente a riqueza: o incremento de utilidade à uma riqueza que aumenta de 1 a 4 milhões é de 60 pontos, enquanto o incremento de um aumento de 4 para 7 milhões é de apenas 24 pontos. Isso proporciona uma utilidade total de 84 pontos e, quando ponderamos cada resultado por sua probabilidade de ocorrência (0,5), a utilidade da aposta passa a ser de 42 pontos. Uma importante observação à teoria da utilidade esperada é que não é plausível fazer generalizações precisas, uma vez que a utilidade de um item está sujeita a variações de acordo com cada circunstância: se estivermos comparando dois homens ricos, porém um é um prisioneiro e precisa de 2 milhões para pagar por sua liberdade, este atribuirá uma utilidade maior à 2 milhões de moedas do que o outro (BERNOULLI, 1738; 1954).

Uma das principais distinções à teoria da utilidade esperada que surge na teoria do prospecto (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979) é que, com relação a riqueza, a utilidade não é a única coisa que torna o indivíduo mais ou menos feliz. Na teoria da utilidade esperada, se dois indivíduos possuem a mesma riqueza, ambos deveriam estar igualmente felizes. Contudo, ela não prevê o estado passado de riqueza de cada um: se dois indivíduos possuem a mesma riqueza de 5 milhões hoje e ontem um possuía 1 milhão e o outro 9 milhões, eles claramente não estarão igualmente felizes (KAHNEMAN, 2011). A teoria do prospecto surge como um modelo alternativo para a tomada de decisão sob incerteza e a sua primeira crítica à teoria da utilidade esperada é a atribuição de valor a ganhos e perdas, ao contrário da atribuição de valor ao estado final de riqueza (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979):

Ex.: O indivíduo *A* possui um patrimônio de 1 milhão; o indivíduo *B* possui um patrimônio de 4 milhões. Eles são confrontados pela seguinte escolha: uma aposta com chances iguais de ter um patrimônio de 1 ou 4 milhões, ou a certeza de ter um patrimônio de 2 milhões.

Escolha	Certeza (2 milhões)	Aposta prob. 50% (1 milhão)	Aposta prob. 50% (4 milhões)
Indivíduo A	Dobra o patrimônio	Não altera o patrimônio	Multiplíca o patrimônio por 4
Indivíduo B	Perde metade do patrimônio	Perde 3/4 do patrimônio	Não altera o patrimônio

Figura 9: Escolha entre prospectos com riquezas iniciais diferentes
Fonte: Kahneman (2011)

Para Bernoulli, o que vale é o estado final de riqueza e, nesse sentido, ambos estão sendo confrontados por uma escolha igual, devendo tomar a mesma decisão. Todavia, essa previsão é incorreta, pois ela não leva em consideração o ponto de referência: como vemos na Figura 9, o indivíduo *A* está sendo confrontado pela escolha entre a certeza de dobrar o seu patrimônio, ou uma aposta com 50% de chance de mantê-lo inalterado e 50% de chance de multiplica-lo por 4. Já o indivíduo *B*, tem a escolha entre a certeza de perder metade de seu patrimônio, ou uma a aposta com 50% de perder $\frac{3}{4}$ e 50% de chance de mantê-lo inalterado. Nessa situação, vale ressaltar também a diferença entre a escolha de certeza e o pior cenário da aposta para cada indivíduo (KAHNEMAN, 2011) – para *A*, a escolha é entre dobrar o seu patrimônio e mantê-lo inalterado, para *B*, a escolha é entre perder metade do seu patrimônio e perder $\frac{3}{4}$ do mesmo. Vimos que *A* pensa em termos de ganhos enquanto *B* pensa em termos de perdas. Nesse sentido, a teoria da utilidade pode explicar a aversão a risco do indivíduo *A*, mas *não* a propensão ao risco do

indivíduo *B*, uma vez que o seu modelo carece da ideia do ponto de referência – o estado anterior relativo ao qual perdas e ganhos são avaliados.

Existem três características cognitivas centrais à teoria do prospecto que desempenham um papel fundamental na avaliação de resultados financeiros e são comuns à diversos processos automáticos de percepção, julgamento e emoção. A primeira é que avaliações são feitas com relação a um ponto de referência: resultados acima do ponto de referência são ganhos, enquanto resultados abaixo do ponto de referência são perdas. A segunda é que existe uma diminuição de sensibilidade na avaliação de mudanças na riqueza – a diferença subjetiva de \$900 para \$1000 é muito inferior à diferença entre \$100 e \$200. A terceira característica é o princípio de aversão à perda: quando perdas e ganhos são diretamente comparados ou ponderados um contra o outro, perdas parecem maiores que ganhos. Para Kahneman (2011), essa assimetria faz parte da evolução dos organismos: aqueles que tratam ameaças com mais urgência do que oportunidades tem uma maior chance de sobreviver e reproduzir. A função de valor da teoria do prospecto (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979) se desenvolve a partir desses três princípios, que determinam o valor atribuído a resultados (Figura 10).

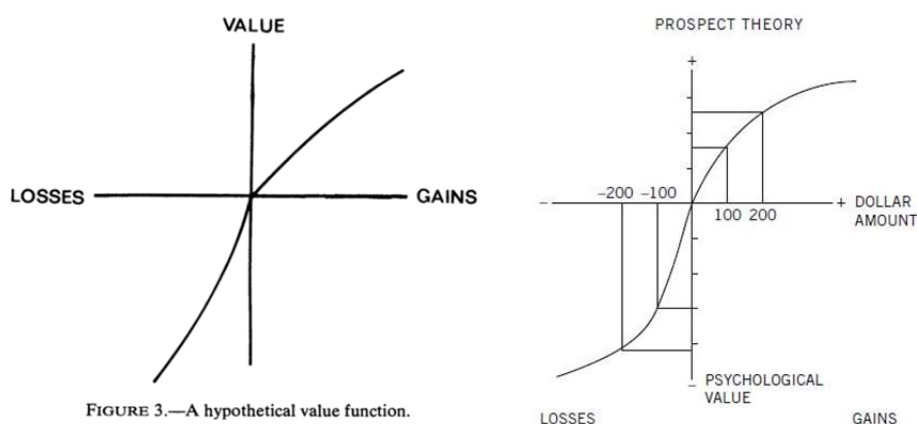


Figura 10: Uma função de valor hipotética
Fonte: Kahneman & Tversky, 1979; Kahneman, 2011

Na função de valor (Figura 10), o que carrega valor são ganhos e perdas e não o estado de riqueza, como na função de Bernoulli (1738; 1954). O cruzamento dos eixos representa o ponto de referência: à direita desse ponto temos os ganhos e à esquerda as perdas. A função tem formato de “S”, o que significa que possui sensibilidade decrescente tanto para ganhos, quanto para perdas. Todavia, as curvas que compõem o “S” não são simétricas – à esquerda do ponto de referência (zona de perdas) a curva é mais íngreme e convexa – diferente do que ocorre na zona de ganhos, à direita do ponto de referência, onde a curva é côncava e menos íngreme. Pessoas têm diferentes graus de aversão a

perdas e, para medi-lo, devemos pensar sobre qual seria o ganho em uma aposta suficiente para compensar a chance de 50% de perder x . De acordo com os resultados de diversos experimentos, o coeficiente de aversão fica em um intervalo de $1.5x$ a $2.5x$ (KAHNEMAN, 2011), tendendo a aumentar quando a aposta envolve riscos de perda superiores.

A função mostra que, em apostas com a possibilidade de ganhos e perdas, a aversão à risco causa escolhas extremamente avessas ao risco – isso se reflete na inclinação mais íngreme da curva de perdas em relação à curva de ganhos. No entanto, em escolhas desfavoráveis, onde a certeza de uma perda é comparada à pequena chance de uma perda ainda maior, é observado um comportamento de propensão ao risco, refletido na flexão no extremo da curva. Pode ser observado ainda outro ponto interessante: a mudança repentina na inclinação da função aonde ganhos viram perdas, mostrando que há uma considerável aversão a perdas mesmo quando o risco envolvido é minúsculo quando comparado ao patrimônio. Ao contrário da função de valor (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979), a função de utilidade não consegue explicar a aversão extrema à pequenos riscos através de sua perspectiva orientada à estados de riqueza. Isso passou sem ser questionado por mais de 200 anos, até o surgimento da teoria do prospecto. Mais adiante, Rabin (2000) provou matematicamente que a teoria da utilidade esperada não é capaz de explicar a aversão à risco: ele provou que a maioria das pessoas tende a rejeitar uma aposta que oferece 50% de chance de perder \$100 e 50% de ganhar \$200 e que, de acordo com a teoria da utilidade esperada, elas deveriam rejeitar também a aposta de 50% de chance de perder \$200 e 50% de chance de ganhar \$20,000 – o que seria completamente absurdo, indicando que a TUE implica uma aversão irrealista à risco quando valores altos estão em jogo.

3.7.1.

Os efeitos de possibilidade e certeza

Quando confrontados com uma escolha ou quando fazemos avaliações de um objeto complexo, nós atribuímos pesos diferentes a determinadas características do problema ou do objeto – ou seja, algumas características nos influenciam mais do que outras, mesmo que não estejamos conscientes disto. Quando um candidato é avaliado para uma vaga, os entrevistadores podem dar mais ou menos valor à atributos como confiabilidade, seriedade, postura ou histórico profissional – o mesmo acontece quando avaliamos prospectos de incerteza, atribuindo pesos aos possíveis resultados. Tratando-se do conceito de valor esperado, os pesos devem ser correlacionados à probabilidade de ocorrência – esse é denominado o princípio da expectativa, que embasa o processo

racional de tomada de decisão. Como vimos, Bernoulli propôs uma variação à esse processo racional ao substituir os valores financeiros por valores psicológicos, ponderando-os por sua probabilidade de ocorrência. Todavia, Kahneman and Tversky (1979) identificaram que, devido a alguns efeitos cognitivos, as escolhas de indivíduos violam sistematicamente esse princípio, não obedecendo ao peso da probabilidade de ocorrência. Eles denominaram esses desvios de *efeito de possibilidade* e *efeito de certeza*, conforme ilustrado pela Figura 11.

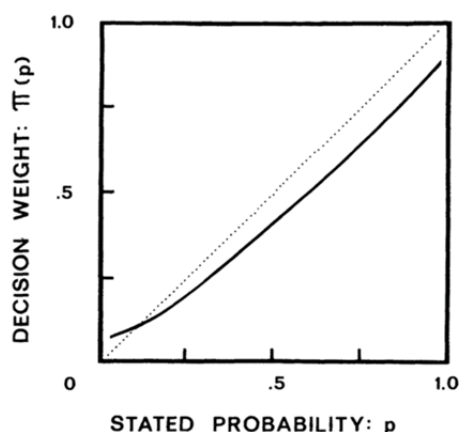


FIGURE 4.—A hypothetical weighting function.

Figura 11: Uma função de peso hipotética
Fonte: Kahneman & Tversky, 1979

A Figura 11 mostra que π não se comporta nas extremidades. O pequeno aumento na probabilidade de um evento de 0% para 5% causam, na verdade, um grande impacto – isso ocorre devido ao *efeito de possibilidade*, que leva as pessoas a atribuírem um peso desproporcional (maior do que deveriam) a ocorrência de um evento. Um exemplo são pessoas que comprem vários tickets de loteria, pagando muito mais do que o valor esperado da aposta por uma chance mínima de ganhar um prêmio grande. A outra mudança qualitativa que produz grande impacto sobre decisões é representada pelo efeito de um aumento de probabilidade de ocorrência de 95% para 100%. O *efeito de certeza* mostra que nós tendemos a atribuir menos peso do que a probabilidade indica à resultados que são quase *certos*, mas não 100%. Por exemplo, se a sua empresa entrou com um processo judicial contra um terceiro e, sabendo que tem 95% de chance de ganhar no julgamento, acaba aceitando um acordo para receber com 100% de certeza um valor inferior ao que receberia. Nesse caso, à essa pequena probabilidade de 5% de perder é atribuído um grande risco e a empresa aceita pagar um prêmio para evita-lo. Esses dois efeitos que provocam a sobreponderação de probabilidades pequenas é o que aumenta a atratividade tanto de loterias, quanto de seguros. A função de peso apresentada por

Kahneman and Tversky (1979) explica a distorção de probabilidades inerente ao nosso processo decisório.

Como vimos, existem dois preceitos fundamentais à teoria do prospecto: as pessoas atribuem valores à ganhos e perdas (e não à riqueza) e, os pesos de decisão que atribuem aos possíveis resultados não correspondem à sua probabilidade de ocorrência. Juntas, essas ideias explicam um padrão de preferências denominado padrão quádruplo de atitudes frente ao risco (KAHNEMAN & TVERSKY, 1992): aversão à risco para ganhos e propensão à risco para perdas de *alta* probabilidade de ocorrência e, propensão à risco para ganhos e aversão à risco para perdas de *baixa* probabilidade de ocorrência (Figura 12).

	GANHOS	PERDAS
ALTA PROBABILIDADE Efeito de Certeza	95% de chance de ganhar \$10,000 Medo de se desapontar AVERSÃO À RISCO Aceita um acordo desfavorável	95% de chance de perder \$10,000 Esperança de evitar a perda PROPENSÃO À RISCO Rejeita um acordo favorável
BAIXA PROBABILIDADE Efeito de Possibilidade	5% de chance de ganhar \$10,000 Esperança de um grande ganho PROPENSÃO À RISCO Rejeita um acordo favorável	5% de chance de perder \$10,000 Medo de uma grande perda AVERSÃO À RISCO Aceita um acordo desfavorável

Figura 12: O padrão quádruplo de atitudes frente ao risco
Fonte: Kahneman, 2011; Kahneman & Tversky, 1992.

As ideias apresentadas nos quadrantes A, C e D já eram familiares antes da teoria do prospecto, a novidade surge com o quadrante B. O quadrante A mostra o que Bernoulli apresentou: as pessoas são avessas ao risco quando consideram prospectos com uma chance substancial de obter um grande ganho, preferindo aceitar um acordo desfavorável (efeito de certeza). No quadrante C temos o efeito de possibilidade, que explica a popularidade de loterias: quando o prêmio é muito alto os participantes tornam-se indiferentes ao fato de que a probabilidade de ganharem é mínima. O quadrante D explica a contratação de seguros: as pessoas estão inclinadas a pagarem muito mais do que o valor esperado de uma ocorrência – elas estão, na realidade, adquirindo uma tranquilidade. Por último, o quadrante B surge para explicar diversas situações inoportunas que ocorrem em nossas vidas, mostrando que quando as pessoas são confrontadas com opções muito ruins, elas aceitam uma pequena probabilidade de tornar as coisas ainda piores em troca de uma pequena esperança de evitar uma grande perda. A

tomada de riscos nesse sentido é o que muitas vezes transforma falhas gerenciáveis em desastres. Para (KAHNEMAN, 2011), isso ocorre porque a derrota é muito difícil de aceitar –quem está perdendo uma guerra normalmente insiste em lutar mesmo muito depois que a vitória do inimigo já é certa.

3.7.2.

Falhas na teoria do prospecto

A teoria do prospecto apresenta uma visão abrangente e realista dos processos de tomada de decisão, mostrando como as pessoas se comportam de fato, ao contrário das teorias normativas e prescritivas, que tratam de parâmetros de racionalidade. Todavia, vale apontar dois elementos que ela deixa de lado e que são extremamente importantes do ponto de vista descritivo/positivo: o desapontamento e o arrependimento. Quando um indivíduo é confrontado com uma aposta que envolve uma chance em 1 milhão de ganhar \$ 1 milhão, não ganhar nada não provocará frustração. Por outro lado, se a aposta envolve 90% de chance de ganhar \$ 1 milhão e 10% de chance de não ganhar nada, ele ficará extremamente desapontado se perder. Na teoria do prospecto, o valor de não ganhar nada é zero – este é o ponto de referência, o *status quo* (KAHNEMAN, 2011). De toda forma, a função não permite que o valor de um resultado mude quando ele é altamente improvável, ou quando a alternativa é muito valiosa. A teoria do prospecto também não é capaz de incorporar o arrependimento, assumindo que prospectos são avaliados independentemente um do outro e que indivíduos escolherão a opção com maior valor. Se o indivíduo tem a opção de escolher entre uma probabilidade de 90% de ganhar \$ 1 milhão ou a certeza de ganhar \$ 150.000, a tendência é que ele fique extremamente arrependido se escolher a aposta e perder.

4

Modelo proposto

A fim de desenvolver o modelo, foi apresentado inicialmente a situação atual: o papel dos *multi-family offices*, como eles se inserem na atualidade e a maneira como tradicionalmente fazem a gestão da liquidez de seus clientes, que se resume à alocação dos recursos financeiros. Vimos que são empresas com um modelo que busca a total isenção de conflitos de interesses, sendo remuneradas exclusivamente pelo cliente³⁸ e não ofertando produtos – o que se reflete na alocação desses recursos entre os melhores fundos do mercado, que são criteriosamente selecionados e constantemente reavaliados.

A maneira como essas empresas gerem a liquidez de seus clientes hoje funciona, mas a verdade é que o seu público alvo é exigente e concorrência está se tornando cada vez maior. Tendo em vista que o *multi-family office* é movido pela qualidade do relacionamento, expectativas bem gerenciadas são o fator-chave para a satisfação e conquista de confiança, que resultará na retenção das famílias através de gerações. Para isso, o gestor deve entender o que o cliente quer, sabendo interpretar os seus sinais, especialmente no caso de clientes que não possuem conhecimento ou experiência financeira, ou até no caso daqueles que julgam saber mais do que sabem de fato. Essa interpretação requer conhecimento comportamental, para que o gestor entenda como é o seu próprio processo de tomada de decisão e possa orientar os seus clientes a tomarem as melhores decisões possíveis para eles. Nesse quesito, verifica-se a existência de uma ineficiência no modelo de alocação de recursos tradicional, uma vez que os *MFOs* não possuem processos suficientemente estruturados quando se trata da identificação do perfil do investidor.

³⁸ Como vimos no Capítulo 2, o autêntico *MFO* é remunerado exclusivamente pelo cliente, tradicionalmente através de uma taxa de gestão e outra de performance sobre o patrimônio financeiro do cliente sob gestão do *MFO*. A empresa nunca deve ser remunerada por terceiros, como prestadores de serviços externos (advogados, contadores e etc.) que sejam indicados pelo *MFO*. Esses devem ser remunerados diretamente pelo cliente.

Parte-se do pressuposto de que a identificação do perfil do investidor é essencial para o estabelecimento de uma política de investimento – sem ela, o que se pode obter é um portfólio genérico, sem norte, sem objetivos concretos e sem personalidade. Pior ainda, quando é feita uma leitura equivocada do perfil, o portfólio não atenderá aos objetivos do cliente e não produzirá os resultados esperados, podendo gerar reações indesejadas e inesperadas. De modo geral, a atividade de identificação de perfil é muito baseada na percepção que o gestor consegue extrair de conversas, tendo uma abordagem mais informal e intuitiva, que pode torna-la extremamente limitada e ineficiente – especialmente quando o cliente é pouco comunicativo ou fechado. Os questionários geralmente usados não atendem aos padrões de testes psicométricos, produzindo resultados abrangentes, que não dizem muito a respeito de nenhum dos componentes que os mesmo se propõem a avaliar.

Um aprofundamento acerca de como fazemos escolhas e julgamentos, especialmente sob incerteza, foi entendido como essencial para a proposta de uma nova abordagem que possa trazer eficiência à elaboração e manutenção de portfólios. Para tal, o Capítulo 3 explorou o universo de finanças comportamentais e, a partir das importantes descobertas feitas pelos seus proponentes em décadas de experimentos, foi capaz de oferecer ferramentas para o direcionamento do modelo. Este é proposto como guia aos gestores para uma melhor identificação do perfil de seus clientes, ajudando a construir e gerir portfólios de investimentos mais alinhados com as expectativas de ambas as partes.

4.1.

Ambiente de escolha – Diagrama 1/6 (Anexo)

O ambiente de escolha apresenta as premissas para o modelo. Foram identificadas as principais diretrizes do *multi-family office* no que se refere à gestão do patrimônio como um todo (e não apenas do patrimônio financeiro) e essas diretrizes foram transpostas à uma abordagem específica que deve ser adotada dentro da atividade de alocação dos recursos financeiros (*asset allocation*) – que é o principal microcosmo da empresa. As abordagens específicas respondem às diretrizes.

Diretriz	Abordagem – <i>Asset allocation</i>
A preservação de patrimônio é o objetivo da empresa e a razão pela qual as famílias tornam-se clientes.	Deve se refletir em uma visão de longo prazo para os investimentos financeiros.
O mandato da empresa é ser conservadora , pois o objetivo é a preservação.	Alocar os recursos financeiros com baixo risco de perdas permanentes, além de baixa volatilidade.
Busca-se proteger o patrimônio da família, antecipando-se com relação a qualquer viés que possa surgir.	A diversificação deve ser a principal estratégia de proteção, ocorrendo em diversas esferas: geográfica (Brasil e exterior), em termos de classes de ativos (renda-fixa, ações, multimercado, <i>private equity</i>), entre diferentes gestores e etc. Tratando-se dos fundos e ativos investidos, o gestor deverá procurar combinações descorrelacionadas para o portfólio do cliente.
A independência diz respeito à autonomia para tomar decisões e decidir o caminho a ser seguido. A empresa não é ligada à nenhuma instituição financeira e não possui sócios externos.	Devera existir um comitê de investimentos interno para guiar a política de investimento da empresa.
A imparcialidade visa a isenção de conflitos de interesses com os clientes.	A política deve ser sempre a de não oferecer produtos e não receber comissão ou rebates de terceiros (bancos ou fundos de investimento), de modo que todas as decisões de investimento sejam tomadas buscando o que é melhor para o cliente.
O modelo de negócios é movido pelo relacionamento e, portanto tem como base a confiança .	O portfólio de investimentos deve ser um reflexo do perfil do investidor e do mandato da empresa. O <i>MFO</i> deve ser transparente quanto ao seu mandato para atrair e reter os clientes certos, buscando ao máximo o alinhamento de expectativas.
A empresa se propõe a assessorar o cliente com relação a tudo que gira em torno de sua liquidez e não apenas os recursos financeiros. Deste modo, a gestão é patrimonial e não exclusivamente financeira.	Isso deve ser traduzido a uma visão holística sobre o patrimônio no momento de gerir os investimentos financeiros. Por possuir conhecimento sobre o patrimônio global do cliente, o gestor não deve jamais despreza-lo na tomada de decisão referente aos ativos financeiros. Ele deve pensar na gestão da liquidez sabendo o quanto e o que aquilo representa com relação ao patrimônio todo.

Tabela 5: Diretrizes da empresa e abordagem na gestão dos investimentos financeiros

Fonte: Elaboração própria

Além de estabelecer uma relação entre o *MFO* e suas áreas internas (a atividade central sendo a gestão da liquidez e as atividades periféricas sendo os outros serviços que giram em torno da mesma), o Diagrama 1/6 o posiciona também com relação ao ambiente externo – o mercado de capitais. O mercado de capitais distribui os valores mobiliários que compõem o universo de produtos de investimentos (conforme identificados no Capítulo 2), que estarão disponíveis ao gestor do *MFO* para composição da carteira de seus clientes. Esse ambiente tem baixa validade e é extremamente irregular, ou seja, não cumpre com as duas condições necessárias para o desenvolvimento de habilidades intuitivas. Para que promova sugestões válidas à natureza de situações, o ambiente deve ser suficientemente regular, o que não é o caso – os ciclos de mercado são irregulares, longos e imprevisíveis. Nesse contexto, é importante que os gestores tenham consciência dessas características, conscientizando-se acerca da necessidade de processos e modelos bem estruturados que os auxiliem em suas escolhas e julgamentos, substituindo decisões de investimento com base na intuição.

4.2. Modelo-base – Diagrama 2/6 (Anexo)

O modelo-base (Diagrama 2/6) norteia o processo de elaboração de portfólios de investimento. Ele é entendido como sendo iterativo – o que diz respeito a sua ocorrência repetidas vezes para chegar a um resultado, que poderá ser parcialmente alterado a cada iteração. Esse aspecto é um reflexo de que os portfólios não são apenas construídos uma única vez, mas sofrem alterações constantes em resposta a mudanças nos objetivos do cliente ou mudanças nas condições do mercado. Por esse motivo, a manutenção dos portfólios é inerente a sua elaboração – as duas coisas caminham juntas.

Parte-se do princípio de que o negócio é movido pelo relacionamento e, portanto, existe um canal de comunicação direto entre as partes (gestor e cliente). Parte do trabalho do gestor é estabelecer esse canal em um primeiro momento e depois trabalhar para que ele seja aprimorado ao longo do tempo. É do máximo interesse do gestor e do cliente que esse canal funcione da melhor forma possível – quanto mais consciência o cliente tiver da sua importância, mais ele estará apto a contribuir com os inputs necessários.

Como pode ser observado no Diagrama 2/6 (Modelo-base), foram identificados 6 principais componentes de risco como agentes desse processo. A relação entre esses componentes é estabelecida, traçando o caminho para chegar ao último componente da cadeia, o output (R_p), que é o risco de um determinado portfólio.

4.2.1. Objetivos

O processo inicia-se com a identificação dos objetivos do cliente, ou seja, o que ele pretende alcançar com o seu patrimônio ao longo do tempo. Há uma esfera qualitativa, que diz respeito justamente a essas motivações e desejos e uma esfera quantitativa, que trata do desembolso de capital necessário para a realização desses objetivos. Os objetivos podem ser diretamente relacionados ao dinheiro, como por exemplo: “eu desejo perpetuar o meu patrimônio para passá-lo aos meus filhos, mantendo o poder de compra que eu tenho hoje”, ou podem ser indiretamente relacionados ao dinheiro: “eu quero ter 3 filhos nos próximos anos ou morar no exterior”. É importante também identificar os objetivos em termos de perspectiva, separando aqueles que ocorrerão no curto prazo dos que ocorrerão no longo prazo, a fim de mapear cronologicamente as possíveis saídas de caixa ao longo do tempo. Os objetivos primários – aqueles que constituem intentos estruturais para o indivíduo ou família e que são planos com perspectiva de mais longo prazo – provavelmente não sofrerão maiores alterações. Já os objetivos secundários podem ser de curto e médio prazo, estando sujeitos a mudanças mais frequentes. Ambos devem ser revisitados em um dado intervalo de tempo para que o gestor esteja ciente de possíveis mudanças de planos ou motivações.

4.2.2. Capacidade de risco (R_C) e tolerância ao risco (R_T)

Após a identificação dos objetivos, entram os dois primeiros componentes de risco que devem ser identificados em paralelo. A capacidade de risco (R_C) é um componente quantitativo, que diz respeito ao risco que o investidor pode tomar com base na quantidade máxima de dinheiro que ele pode perder. Ou seja, ele é composto por dois elementos que podem ser obtidos matematicamente: os recursos disponíveis (patrimônio líquido + receitas – despesas – investimentos ilíquidos) e as consequências de uma perda (em termos de comprometimento dos objetivos) no pior cenário possível para um determinado nível de risco. Desta forma, para chegar à capacidade de risco, os recursos disponíveis devem ser calculados e as perdas no pior cenário devem ser quantificadas.

A tolerância a risco (R_T), por outro lado, é um componente psicológico – resumindo-se ao nível de risco que o indivíduo é capaz de suportar, mantendo um conforto emocional. Ele deve ser obtido através de três métodos: (i) um teste de tolerância que atenda a padrões psicométricos (conforme descrito no Capítulo 2), (ii) o coeficiente de aversão a perda (conforme mostrado no Capítulo 3) e (iii) a percepção do comportamento do investidor pelo gestor ao longo do tempo, frente à diferentes situações de mercado. Essa percepção deve ser relatada em um documento formal de

acompanhamento do cliente, para que o gestor e sua equipe tenham acesso e possam acompanhar as mudanças que ocorrem ao longo do tempo. Com relação ao coeficiente de aversão a perda (ρ_a), cumpre lembrar que o mesmo é obtido da seguinte maneira:

Ex. Para um prospecto com 50% de chance de perder \$1.000, qual seria o valor de um prospecto com a mesma probabilidade de ganho para compensar tal perda?

Se a resposta for \$1.000, o coeficiente é igual a 1 e o investidor é neutro ao risco. Se for, por exemplo, \$1.500, o coeficiente é 1,5 e o investidor é avesso ao risco (conforme o coeficiente aumenta, mais avesso o investidor é). Na direção oposta, se a resposta for \$800, o coeficiente é de 0,8 e o investidor é propenso ao risco (conforme o coeficiente diminui, mais propenso o investidor é). O coeficiente tende a aumentar quando os prospectos envolvem riscos de perdas superiores – neste sentido, é interessante medir o coeficiente para diferentes montantes financeiros, que sejam representativos de perdas mais ou menos significativas para o patrimônio de cada cliente analisado.

Os dois componentes (tolerância e capacidade) são posicionados paralelamente no modelo, pois para chegar ao risco necessário do portfólio eles devem ser, de fato, medidos em paralelo. Vamos dizer que, após traçar os objetivos de um determinado cliente, o gestor chegue a um risco necessário para o seu portfólio que implica em uma queda máxima (*draw-down*) de 15%. O gestor verifica que essa queda é condizente com a tolerância a risco do investidor, todavia a sua capacidade a risco demonstrou que o portfólio não pode sofrer uma queda superior a 8% sem que os seus objetivos primários sejam colocados em risco. Nesse caso, o gestor deverá ajustar o risco necessário do portfólio para que o mesmo não ultrapasse um *draw-down* máximo de 8%. O oposto também pode acontecer, implicando em um ajuste no caso do cliente possuir um colchão grande para suportar quedas maiores (alta capacidade de risco), porém uma tolerância baixa. De nada adianta o cliente ter um patrimônio que permita correr o risco de quedas significativas, se o fato de se expor a tais riscos for gerar um desconforto emocional que vá tirar o seu sono. Por esse motivo, o risco necessário deve sempre ser ajustado pela capacidade de risco e pela tolerância a risco do investidor.

4.2.3.

Atitude do gestor (R_{AG}) e do investidor (R_{AI}) ao risco

A atitude ao risco do gestor (R_{AI} e R_{AG}) e do investidor é de grande importância para o modelo. Além de ter sido observado que não há um consenso na literatura acerca da definição do termo “atitude ao risco”, foi observado também que esse é um componente menos explorado do que a tolerância e a capacidade de risco. No modelo

proposto, o termo é interpretado como sendo o risco que o investidor e o gestor escolhem tomar, que é entendido como sendo um reflexo dos valores e do *background* de ambos. No caso da atitude ao risco do *investidor* (R_{AI}), os principais elementos que influenciam esse componente de risco envolvendo escolha são relacionados à vivência e a educação.

Em primeiro lugar, temos a experiência financeira do investidor, que se reflete no conhecimento empírico sobre o seu próprio comportamento em determinadas situações. Quanto mais experiências variadas (crises econômicas, políticas, cenários de oportunidade e etc.) que se reflitam em ganhos, perdas, instabilidade e estabilidade em seu portfólio, mais conhecimento o cliente desenvolverá sobre as suas reações, aumentando a previsibilidade sobre o seu comportamento em eventos futuros semelhantes. Além desse fator, temos a educação financeira, que diz respeito ao grau de conhecimento do investidor dos mercados, ativos financeiros, estratégias de investimento e etc. Essa educação pode ter origem profissional, no caso de clientes exerceram ou exercem atividades profissionais no mercado financeiro, ou acadêmica, relacionada a formação. Por último, traz-se a educação ou o que podemos chamar de grau de aculturação comportamental financeira – isto é, a familiaridade e conhecimento acerca dos elementos de finanças comportamentais apresentados no Capítulo 3. Entende-se que, quanto mais aculturado o cliente for nesse âmbito, mais desenvolvido será o seu poder de crítica e reflexão sobre o seu comportamento e mais conscientes serão as suas escolhas e decisões, promovendo um maior alinhamento das mesmas com o seu perfil e objetivos. Acredita-se que essa sofisticação do conhecimento e um grau mais elevado de consciência são capazes de fazer o cliente refletir e repensar a sua tolerância a risco, alterando-a para mais ou para menos. Essa influência que pode ser exercida sobre R_T é representada no modelo pela seta tracejada laranja que conecta R_{AI} a R_T .

Tratando-se da atitude do gestor ao risco (R_{AG}), não há menção a educação ou experiência financeira do mesmo por motivos óbvios – ele é um profissional do mercado financeiro e, para atuar em um *MFO* parte-se do princípio que ele possui experiência e conhecimento técnico em grau elevado. O primeiro elemento que deve exercer influência sobre esse componente de risco é o mandato da empresa, resumindo-se aos valores e missão do *multi-family office*, que foram explorados no Capítulo 2 e traduzidos à atividade de alocação dos recursos financeiros no Diagrama 1/6. Nesse sentido, R_{AG} – o risco que o gestor escolhe tomar – deve estar integralmente alinhado com a empresa, apresentando um olhar de longo prazo, baixo risco de perdas permanentes, visão holística sobre o patrimônio e etc. Caso o gestor verifique que o risco necessário (R_N) obtido é incompatível com o mandato da empresa, ele deverá conversar com o cliente a fim de ajustá-lo. Tenhamos como exemplo um R_N extremamente elevado, que é fruto de objetivos agressivos financeiramente, uma R_C alta e tolerância compatível a isso. O gestor

notará que, por mais que esse portfólio tenha justificativas para carregar um risco muito mais elevado do que os outros portfólios geridos pela empresa, uma gestão para esse nível de risco não é compatível com o mandato e a *expertise* do *MFO*. Cabe ao gestor fazer essa análise e ajustar o portfólio de acordo. Em casos de extrema incompatibilidade, aonde for verificada tardiamente uma grande divergência de interesses entre as partes³⁹, o relacionamento deverá ser encerrado.

O segundo elemento que deve exercer influência sobre a atitude do gestor ao risco é o seu grau de educação comportamental – esse é o elemento de atitude ao risco que o gestor e o investidor têm em comum. Todavia, há uma diferença no sentido de que o gestor tem o papel de educador – é de sua responsabilidade adquirir conhecimento sobre finanças comportamentais, melhorando os seus processos de tomada de decisão e entendendo o comportamento de seus clientes para que possam de fato ajuda-los nas suas próprias escolhas e decisões. Ou seja, além de educa-los para que entendam o funcionamento e composição básicos de seus portfólios (cenário econômico, estrutura de investimentos, estratégias e produtos investidos), o diferencial vem da educação financeira comportamental, que pode mudar substancialmente a visão e atitude do investidor, ajudando o gestor a construir portfólios mais alinhados e mais eficientes no cumprimento de seus objetivos. Essa influência exercida através da educação é potencializada ao longo do tempo, com a intensificação do relacionamento e ganho de confiança. No modelo-base ela é ilustrada através da seta tracejada laranja mais espessa, que vai de R_{AG} a R_{AI} . Os diagramas seguintes exploram esse universo educativo comportamental, organizando e interpretando as características de tomada de decisão em contextos de incerteza exploradas no Capítulo 3, de modo a facilitar sua absorção (especialmente pelo gestor) e traduzi-las ao uso prático.

4.2.4. Risco do portfólio (R_P)

O risco do portfólio ilustrado ao final do Modelo-base é o output de todo esse processo. Ele é o risco necessário (R_N) para trazer um retorno ao portfólio que atenda aos objetivos do cliente ao longo do tempo (atendendo à capacidade de risco e tolerância a risco do investidor), ajustado pelo risco que o gestor e o cliente escolhem tomar caso tenham bagagem de conhecimento e experiência para tal. A ideia é que, quanto maior a experiência e educação financeira e comportamental do investidor e quanto maior o conhecimento comportamental e alinhamento com o mandato da empresa do gestor, mais

³⁹ Tardiamente pois, parte-se do princípio que tal divergência de interesses deveria ser identificada nos primeiros contatos entre o *MFO* e o investidor, antes do mesmo tornar-se cliente.

R_{AI} e R_{AG} influenciarão as decisões de investimento de uma forma positiva, resultando em portfólios mais eficientes. Vale apontar que, no caso de um investidor com baixa ou nula experiência e educação financeira, assim como baixa educação financeira-comportamental, o componente R_{AI} deverá também ser nulo. Ou seja, o cliente nesse caso não possui a bagagem para ajustar o risco necessário (R_N) e o gestor deverá se certificar disso.

4.3.

Tomada de decisão sob incerteza – Diagrama 3/6 (Anexo)

O Diagrama 3/6 mostra a evolução da teoria sobre tomada de decisão, mostrando as mudanças de abordagem na avaliação de prospectos para fazer uma escolha. Hoje prevalece a Teoria do Prospecto, que é capaz de explicar de forma mais completa e real os nossos processos de escolha e tomada de decisão sob incerteza. Foram extraídos desta teoria quatro principais elementos de interesse (quadros cinzas à esquerda do círculo “Teoria do Prospecto”) e estes elementos foram transportados para a parte inferior da linha tracejada preta, a fim de ilustrar uma transposição do universo teórico para o universo profissional. A ideia é sair da esfera teórica e mostrar que esses elementos dizem muito sobre o nosso comportamento e são de fato importantes na prática. Abaixo da linha tracejada, as implicações de cada um dos elementos são objetivamente apresentadas (quadros azuis à esquerda) e, ao lado de cada uma delas é sugerida uma medida prática a ser aplicada pelo gestor *family office* no que diz respeito a gestão dos recursos financeiros.

4.4.

Os 10 elementos do comportamento *normal* – Diagrama 4/6 (Anexo)

O Diagrama 4/6 compila as mais importantes heurísticas cognitivas e erros sistemáticos aos quais estamos sujeitos. Sabemos que heurísticas são atalhos ou substituições que fazemos para responder a determinadas questões. Na maior parte do tempo elas nos ajudam, atenuando o esforço mental que despendemos para tomarmos decisões. Todavia, vimos no Capítulo 3 que elas são também a fonte de diversos erros sistemáticos identificados como vieses decisórios, que nos levam a fazer escolhas piores ou menos conscientes. Esse diagrama mostra na primeira coluna (à esquerda) as principais heurísticas e ilustra que algumas delas podem atuar conjuntamente – os círculos coloridos dentro de algumas heurísticas estabelecem essa relação. Os três casos identificados são (i) a heurística da representatividade, que pode ser afetada por “WYSIATT” (ii) a heurística da disponibilidade, também sofre influência de “WYSIATT” e (iii) a heurística de ancoragem, que é influenciada pela representatividade. No primeiro

caso, o indivíduo chega a conclusões precipitadas acerca da probabilidade de ocorrência de um evento inclinando-se ao input que é mais representativo de um output. Quanto mais representativo do output for o input, maior a chance do indivíduo não buscar informações ou evidência adicionais, limitando aquilo que ele está vendo. Naquela situação, “o que ele vê é tudo o que existe” (“*what he sees is all there is*”). Essa limitação de escopo também atua constantemente com a heurística de disponibilidade – o ato de julgar que um evento é mais provável devido a sua facilidade de recuperação na memória. Isso ocorre especialmente quando julgamos a ocorrência de eventos de fácil recuperação em contraponto a eventos de difícil recuperação: quando recuperamos uma série de eventos facilmente, ou quando o evento é mais vívido em nossa memória, nós tendemos a nos satisfazer com aquilo para chegar a uma conclusão, não buscando ou levando em consideração outras evidências. O terceiro caso de heurísticas que atuam conjuntamente são a ancoragem e a disponibilidade – isso se resume a validarmos âncoras com informações que estão mais proeminentes em nossa memória. Por exemplo, se um corretor ancora o preço de um imóvel em um valor muito superior ao preço de mercado no início de uma negociação, o fato do comprador ter a memória recente de um amigo que comprou um imóvel na mesma região por um valor altíssimo pode fazer com que ele valide essa âncora, fazendo poucos ajustes para tentar reduzi-la – mesmo que o imóvel do amigo seja muito maior, o que justificaria o preço pago por ele. A verdade é que várias heurísticas podem atuar conjuntamente, isso depende das características de cada indivíduo, assim como as situações às quais são expostos e os contextos nos quais estão inseridos.

As duas próximas colunas distribuem os mais importantes vieses cognitivos (analisados no Capítulo 3), associando-os a alguma das heurísticas caso eles possam ser consequências delas (alguns não são necessariamente fruto de heurísticas, mas simplesmente equívocos e efeitos de julgamento). A relação é estabelecida por cores, mostrando a origem do viés em uma ou mais heurísticas. O output desse diagrama é um resumo do nosso comportamento (o comportamento *normal*), que é na verdade a fonte de todas essas heurísticas e vieses que configuram processos de tomada de decisão irracionais (por isso a seta preta superior conecta os 10 elementos à primeira coluna). A ideia é que, através da descrição objetiva de como nós nos comportamos em contextos de incerteza, uma consciência acerca desse comportamento seja gerada e que essa conscientização já possa atuar como uma ferramenta de combate aos vieses. Ou seja, se sabemos os atalhos que tendemos a buscar para fazermos escolhas e julgamentos, e se estamos cientes dos erros que podemos cometer a partir dos mesmos, o nosso Sistema 2 tenderá a atuar de forma mais participativa para combatê-los.

4.5.

Proteção dos vieses: recomendações práticas – Diagrama 5/6 (Anexo)

O Diagrama 5/6 resume-se a uma tabela que reúne as heurísticas apresentadas no Diagrama 4/6 (Os 10 elementos do comportamento *normal*) e os elementos de tomada de decisão extraídos da Teoria do Prospecto (TP) no Diagrama 3/6 (Tomada de decisão sob incerteza). Ele lista todos os vieses e elementos explorados até então e, para cada um deles apresenta uma recomendação prática. O objetivo é ativar a consciência acerca dos mesmos, mostrando que existem medidas objetivas que podem ajudar os gestores a mitigarem os efeitos indesejados desses vieses, tomando decisões mais fundamentadas e imparciais. Isso os ajudará, por conseguinte, na orientação de seus clientes para que os mesmos tomem melhores decisões.

4.6.

Política de elaboração e manutenção de portfólios em MFOs – Diagrama 6/6 (Anexo)

A partir de todas as informações apresentadas nos Diagramas anteriores (1-5), foi criada uma Política de Elaboração e Manutenção de Portfólios em MFOs, propondo diretrizes a serem seguidas pelos gestores de patrimônio, a fim de promover uma abordagem mais efetiva em lidar com os vieses aos quais estamos sujeitos. Por se tratar da gestão de grandes fortunas com o objetivo de preservação de patrimônio, fica nítida a importância da perspectiva de longo prazo. As diretrizes foram categorizadas em 3 classes: (i) Estímulo/Educação, que significa que o gestor deverá estimular e educar os seus clientes acerca dessas questões, (ii) Indagação, que são coisas que o gestor deverá se questionar com frequência e (iii) Ação, sendo medidas práticas que devem ser adotadas na gestão de portfólios.

5 Conclusão

Esse trabalho apresentou o modelo de negócios de *multi-family offices* e analisou os processos envolvidos na alocação de recursos financeiros – o principal serviço por eles prestado. A fim de construir um modelo mais eficiente de elaboração e manutenção dos portfólios de investimento, foi dada uma atenção especial ao perfil do investidor, uma vez que o objetivo final da empresa é atender aos interesses de seus clientes. Para tal, verificou-se a necessidade de explorar mais a fundo os nossos processos de julgamento e de tomada de decisão em contextos de incerteza, fazendo um apanhado da literatura financeira comportamental e as principais descobertas desse campo. Foi verificado que, até a década de 70, a teoria prevalecente sobre o comportamento humano era a Teoria de Utilidade Esperada (BERNOULLI, 1738; 1954), que se demonstrou extremamente limitada em explicar uma série de comportamentos que foram, posteriormente, elucidados por Kahneman and Tversky (1979) na Teoria do Prospecto. Após a sua extensa pesquisa sobre erros cognitivos sistemáticos no raciocínio de pessoas normais (KAHNEMAN & TVERSKY, 1974), os autores em seguida validaram, através da Teoria do Prospecto, a noção de que a teoria clássica econômica é embasada em preceitos de racionalidade demasiadamente distantes do comportamento do homem real, mostrando como as pessoas de fato tomam decisões sob incerteza.

O modelo proposto para a elaboração de portfólios foi, neste sentido, embasado no mandato da empresa e norteado por fatores comportamentais, primeiramente identificando e interpretando os diferentes componentes de risco envolvidos e em seguida relacionando-os a fim de gerar um fluxo processual conciso. O input do processo (Modelo-base – Diagrama 2/6) consiste dos objetivos do cliente e o output do processo é o risco do seu portfólio, que consiste da relação risco/retorno ótima (o menor risco possível para a obtenção de um determinado nível de retorno). Os componentes de risco intermediários do processo são a capacidade, tolerância, risco necessário, atitude do gestor ao risco e atitude do investidor ao risco, combinando assim medidas quantitativas e qualitativas.

O modelo conta também com a disposição dos principais vieses decisórios e as heurísticas das quais os mesmos normalmente se originam, apresentando recomendações práticas para que os gestores se conscientizem e protejam-se de erros cognitivos sistemáticos. A ideia é que isso possa muni-los com ferramentas para tomarem decisões melhores, tornando-se melhores em orientar os seus clientes. O modelo é finalizado com uma Política de Elaboração e Manutenção de Portfólios em *MFOs*, que constitui diretrizes objetivas a serem seguidas ao longo do tempo para mitigar os vieses aos quais estamos sujeitos.

A principal vantagem desse modelo é a perspectiva holística sobre o processo de elaboração e manutenção de portfólios, estruturando os processos envolvidos nessa atividade que muitas vezes é exercida pelas empresas de modo informal e desorganizado. Isso é extremamente importante, especialmente no caso de *multi-family offices* que pretendem crescer mantendo e até aprimorando a qualidade do serviço prestado. É fundamental destacar a orientação comportamental do modelo, que é pouco explorada pelas gestoras de patrimônio e pode vir a ser um grande diferencial. Todavia, vale dizer que a sua implementação requer um determinado esforço e energia que muitas empresas podem não estar preparadas para despende – especialmente empresas menores e em fase de desenvolvimento. Além disso, é necessário um aprofundamento acerca de finanças comportamentais que os gestores podem não considerar prioritário ou interessante o suficiente. Uma das principais limitações dessa abordagem é que ela só é possível quando existe um grau mais elevado de relacionamento entre a empresa e o cliente. Isso é inerente ao modelo de negócios de *family offices*, mas não é necessariamente o caso em instituições financeiras tradicionais ou em empresas de *wealth management*. Cabe ressaltar ainda uma preocupação com a aplicação do conhecimento de finanças comportamentais. Assim como esse conhecimento pode ser usado a favor dos gestores e dos clientes – que é a proposta desse estudo – o mesmo também pode ser aplicado de forma negativa, como mecanismo de manipulação na tomada de decisões que favoreçam os interesses de empresas mal intencionadas.

Por último, vale dizer que o modelo apresentado é particularmente interessante para *family offices* mais consolidados, que estejam buscando diferenciar-se através de mecanismos mais profissionais e sofisticados. Após a implementação dos processos e a aculturação comportamental dos gestores, uma sugestão interessante seria a proposta de módulos de educação financeira comportamental aos clientes, apresentando através de exemplos práticos e situações reais os principais conceitos e vieses de julgamento. Isso é algo que poderia ser desenvolvido em trabalhos futuros.

ANBIMA. Cartilha da Nova Classificação de Fundos. *Classificação de Fundos Anbima*. Disponível em:
 <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/nova-classificacao-de-fundos/Documents/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos.pdf>.
 Acesso em: November 8th, 2015,

ARKES, H. R. Overconfidence in judgmental forecasting. **Principles of forecasting**. Springer. p. 495-515. 2001.

BEER, K. Higher Ground [Special Report: Family Offices]. **Bloomberg Wealth Manager**, September. 2004.

BELOCH, H. V.; CONE, G. **Cracking the Brazil nut: trusts in Brazil**. Trusts & Trustees, v. 17(5), p. 377-381. 2011.

BERGER, P. L. **Mercado de renda fixa no Brasil: ênfase em títulos públicos**. Rio de Janeiro: Nova Razão Cultural. (2012).

BERNOULLI, D. Exposition of a new theory on the measurement of risk. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 23-36. 1738; 1954.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. **The journal of political economy**. p. 637-654. 1973.

BOONE, N. M.; LUBITZ, L. S. A review of difficult investment policy issues. **Journal of Financial Planning**. Denver. v. 16(5), p. 56-63. 2003.

BOSCHINI, F. D. G. **Private Foundations and Reserved Powers Trusts**. Trusts & Estates. p. 45-50. April 2006.

BRENNER, L.; KOEHLER, D. J.; TVERSKY, A. On the evaluation of one-sided evidence. **Journal of Behavioral decision making**, v. 9(1), p.59-70. 1996.

CAVALCANTI, S. Serviço sob medida é um diferencial para gestores, **Valor Econômico**, p. F2. May 25th, 2015.

CAVEZZALI, E.; RIGONI, U. **Investor profile and asset allocation advice**. 2007.

CHAPMAN, L. J. Illusory correlation in observational report. **Journal of Verbal Learning and Verbal Behavior**, v. 6(1), p. 151-155. 1967.

CHASE, W. G.; SIMON, H. A. **The mind's eye in chess**. 1973.

CHAVAGNON, E. **What Makes Investors Switch Advisors**. Retrieved Family Wealth Report. Disponível em: <<http://www.familywealthreport.com>>. Acesso em: September 17th, 2015.

DE GROOT, AD. Thought and choice in chess (Revised translation of De Groot, 1946. **The Hague: Mouton Publishers**. 1978.

EFFINGER, A.; COLLINS, M. How the Rich Mind Their Money. Bloomberg Wealth, The Wealth Issue, p. 52-62. 2015.

ELLIOTT, R. C. Regaining Client Trust Requires Further Commitment by Wealth Managers. **The Journal of Wealth Management**. v. 16(1), p. 81-84. 2013.

EPLEY, N.; GILOVICH, T. Putting adjustment back in the anchoring and adjustment heuristic: Differential processing of self-generated and experimenter-provided anchors. **Psychological Science**, v. 12(5), p. 391-396. 2001.

EVANS, J. ST BT. **In two minds: dual-process accounts of reasoning**. Trends in cognitive sciences, v. 7(10), p. 454-459. 2003.

FELLER, W. **Introduction to Probability Theory and Its Applications** (3rd ed. New York: Wiley. v. 1. 1950.

FINUCANE, M. L.; ALHAKAMI, A.; SLOVIC, P.; JOHNSON, S. M. The affect heuristic in judgments of risks and benefits. **Journal of Behavioral Decision making**, v. 13(1), p. 1-17. 2000.

FRIEDMAN, M.; SAVAGE, L. J. The utility analysis of choices involving risk. **The Journal of Political Economy**, p. 279-304. 1948.

GALTON, F. Regression towards mediocrity in hereditary stature. **Journal of the Anthropological Institute of Great Britain and Ireland**, p. 246-263. 1886.

GELLER & COMPANY. Disponível em: <<http://www.gellerfamilyofficeservices.com/>>. Acesso em: September, 2015.

GIGERENZER, G. **Risk savvy: How to make good decisions**: Penguin. 2014.

GILOVICH, T.; VALLONE, R.; TVERSKY, A. **The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences**. Cognitive Psychology, v. 17(3), p. 295-314. doi: <[http://dx.doi.org/10.1016/0010-0285\(85\)90010-6](http://dx.doi.org/10.1016/0010-0285(85)90010-6)>. 1985.

GOLDBERG, L. R. Man versus model of man: A rationale, plus some evidence, for a method of improving on clinical inferences. **Psychological Bulletin**, v.73(6), p. 422. 1970.

GRIFFIN, D.; TVERSKY, A. The weighing of evidence and the determinants of confidence. **Cognitive Psychology**, v. 24(3), p. 411-435. 1992.

GROVE, H. S. **The New Standard of Service: What Clients Expect from the 21st-Century Family Office**. Paper presented at the CFA Institute Conference Proceedings Quarterly. 2015.

HAMILTON, S. **The multi-family office mania**. Trusts & Estates, November. 2002.

HERTWIG, R.; GIGERENZER, G. The "conjunction fallacy" revisited: How intelligent inferences look like reasoning errors. **Journal of Behavioral decision making**, v. 12(4), p.275-305. 1999.

HULL, J. C. **Options, futures, and other derivatives**. Pearson Education India. 2006.

INSTRUÇÃO CVM No 409, 409/04 C.F.R. (2004).

INSTRUÇÃO CVM No 555, 555/14 C.F.R. (2014).

JOLLS, C.; SUNSTEIN, C. R.; THALER, R. A behavioral approach to law and economics. **Stanford Law Review**, p. 1471-1550. 1998.

KAHNEMAN, D. Autobiography. In: FRANGSMYR, T. (Series Ed.). **Les Prix Nobel. The Nobel Prizes 2002**. Stockholm, Sweden: Almqvist & Wiksell International. 2003

_____. **Thinking, Fast and Slow**. Great Britain: Allen Lane. 2011.

_____.; KLEIN, G. Conditions for intuitive expertise: a failure to disagree. **American Psychologist**, v. 64(6), p. 515. 2009.

_____.; RIEPE, M. W. Aspects of investor psychology. **The Journal of Portfolio Management**, v. 24(4), p. 52-65. 1998.

_____.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. **Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases** (KAHNEMAN, D.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. Eds.). New York: Cambridge University Press. 1982.

_____.; TVERSKY, A. Belief in the law of small numbers. **Psychological Bulletin**, v. 76(2), p. 105-110. 1971.

_____.; _____. Subjective Probability: A Judgment of Representativeness. **Cognitive Psychology**, v. 3, p. 430-454. 1972.

_____.; _____. Availability: A heuristic for judging frequency and probability. **Cognitive Psychology**, v. 5(2), p. 207-232. 1973a.

_____.; _____. On the psychology of prediction. **Psychological Review**, v. 80(4), p. 237-251. 1973b.

_____.; _____. Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. **Science**, v. 185(4157), p. 1124-1131. 1974.

_____.; _____. Prospect theory: An analysis of decision under risk. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 263-291. 1979.

_____.; _____. Extensional versus intuitive reasoning: the conjunction fallacy in probability judgment. **Psychological Review**, v. 90(4), p. 293. 1983.

_____.; _____. Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 5, p. 297-323. 1992.

KARELAIA, N.; HOGARTH, R. M. Determinants of linear judgment: a meta-analysis of lens model studies. **Psychological Bulletin**, v. 134(3), p. 404. 2008.

KLEIN, G. **Seeing what others don't: The remarkable ways we gain insights**: PublicAffairs. 2013.

_____.; CALDERWOOD, R.; CLINTON-CIROCCO, A. **Rapid decision making on the fire ground**. Paper presented at the Proceedings of the Human Factors and Ergonomics Society annual meeting. 1986.

KRUS, D. J.; HELMSTADTER, G. C. The relationship between correlational and internal consistency notions of test reliability. **Educational and psychological measurement**, v. 47(4), p. 911-915. 1987.

LEBARON, D.; FARRELLY, G.; GULA, S. Facilitating a dialogue on risk: A questionnaire approach. **Financial Analysts Journal**, v. 45(3), p. 19-24. 1989.

LINTNER, J.. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **The review of economics and statistics**, p. 13-37. 1965

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7(1), p. 77-91. 1952.

MEEHL, P. E. **Clinical vs. statistical prediction: A theoretical analysis and review of the literature**. Menneapolis: University of Minnesota Press. 1954.

MERTON, R. C. Theory of rational option pricing. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, p. 141-183. 1973.

MILLER, M. H. Behavioral rationality in finance: The case of dividends. **Journal of Business**, S451-S468. 1986.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48(3), p. 261-297. 1958.

MYER FAMILY COMPANY. Disponível em: <<http://www.mfco.com.au/>>. Acesso em: September, 2015.

NEUMANN, J. V.; MORGENSTERN, O. **Theory of Games and Economic Behavior**. Princeton: Princeton University Press. 1944.

NORTHWOOD FAMILY OFFICE. Disponível em: <<http://www.northwoodfamilyoffice.com/>>. Acesso em: September, 2015,

PIMENTA, H. **A Short Economic Dictionary**. Belo Horizonte: UFMG. 2009.

PITCAIRN. Disponível em: <<http://www.pitcairn.com/>>. Acesso em: September, 2015.

RABIN, M. Risk aversion and expected-utility theory: A calibration theorem. **Econometrica**, v. 68(5), p. 1281-1292. 2000.

Instrução Normativa RFB Nº 1290, de 06 de Setembro de 2012, 1290/12 C.F.R. (2012).

ROSPLOCK, K.; HAUSER, B. R. The Five Most Important Family Office Trends of 2015. *Insights*. Disponível em: <<http://www.wealthx.com/articles/2015/five-family-office-trends-2015/>>. Acesso em: September 12th, 2015.

ROSS, M.; SICOLY, F. Egocentric biases in availability and attribution. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 37(3), p. 322. 1979.

ROSZKOWSKI, M.; DAVEY, G.; GRABLE, J. E. **Insights from psychology and psychometrics on measuring risk tolerance**. 2005.

SANDAIRE. Disponível em: <<http://sandaire.com/>>. Acesso em: September, 2015.

SEC §230.501 Definitions and terms used in Regulation D. 1933.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, v. 19(3), p. 425-442. 1964.

SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. **Journal of Finance**, p. 777-790. 1985.

SIEBENMORGEN, N.; WEBER, M. A behavioral model for asset allocation. **Financial Markets and Portfolio Management**, v. 17(1), p.15-42. 2003.

SIMON, H. A. What is an “explanation” of behavior? **Psychological Science**, v. 3(3), p. 150-161. 1992.

STANOVICH, K. E.; WEST, R. F. Advancing the rationality debate. **Behavioral and Brain Sciences**, v. 23(05), p. 701-717. 2000.

STATMAN, M. **Behavioral Finance versus Standard Finance**. AIMR Conference Proceedings, v. (7), p. 14-22. 1995.

TAG ASSOCIATES. Disponível em: <<http://www.tagassoc.com/>>. Acesso em: September, 2015.

TALEB, N. N. **Fooled by Randomness**. New York: Thomson/Texere. 2004.

TETLOCK, P. **Expert political judgment: How good is it? How can we know?**. Princeton University Press. 2005.

THALER, R. H. **Quasi rational economics**: Russell Sage Foundation. 1994.

_____. Mental accounting matters. **Journal of Behavioral Decision Making**, v. 12(3), p. 183-206. 1999.

_____. **Misbehaving: The Making of Behavioral Economics**: WW Norton & Company. 2015.

_____.; SHEFRIN, H. M. An Economic Theory of Self-Control. **Journal of Political Economy**, v. 89(2), p. 392-406. 1981.

_____.; SUNSTEIN, C. R. **Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness**. New York: Yale University Press. 2008.

TRIDENT. (2014). Trusts: Ilhas Virgens Britânicas. Disponível em: <<http://www.tridenttrust.com/PDFs/TBVI-T-KF-P.pdf>>. Acesso em: September 6th, 2015,

TRONE, D.; ALLBRIGHT, WI.; TAYLOR, P. R. **The Management of Investment Decisions**: McGraw Hill Professional. 1996.

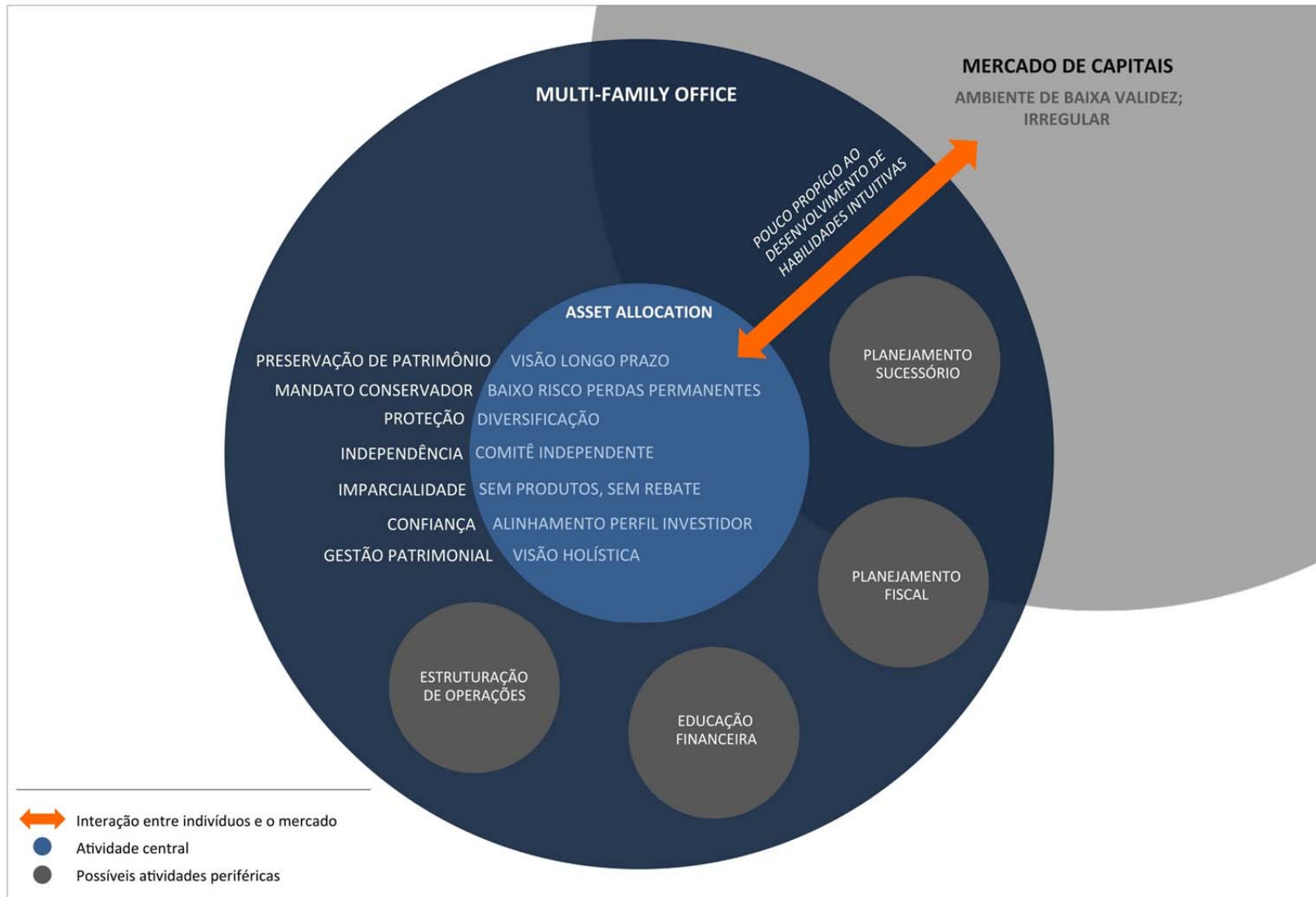
TURIM. **O Dólar como Reserva de Valor**. Carta Turim. 2005.

TURIM FAMILY OFFICE & INVESTMENT MANAGEMENT. Disponível em: <<http://www.turimbr.com/>>. Acesso em: September, 2015.

WEALTH-X, & UBS. Wealth-X and UBS Billionaire Census 2014. Disponível em: <<http://www.billionairecensus.com/>>. Acesso em: September 28th.

Modelo | Diagrama 1/6 – Ambiente de Escolha

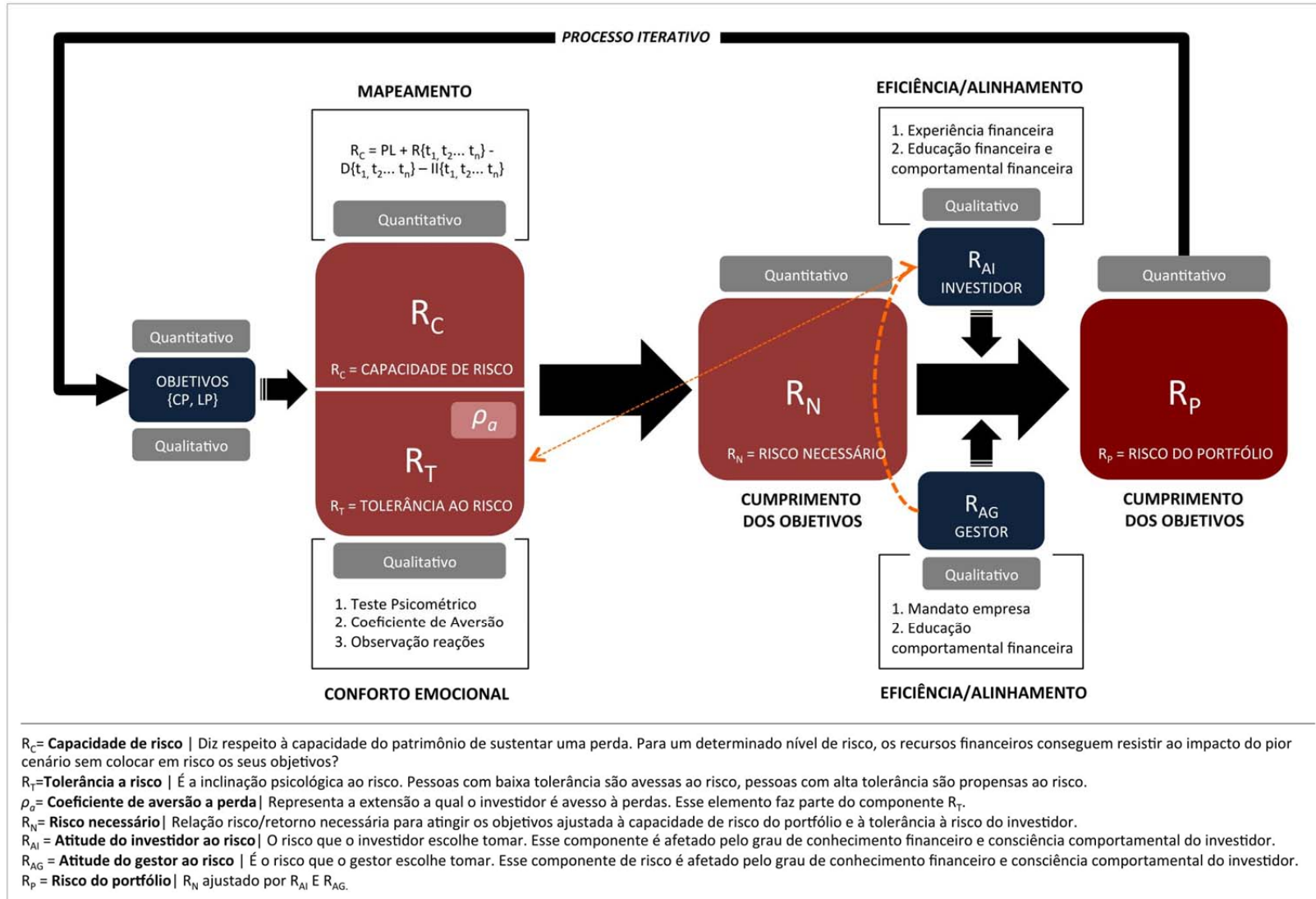
Anexo



Fonte: Elaboração própria

Modelo | Diagrama 2/6 – Modelo-base

Anexo

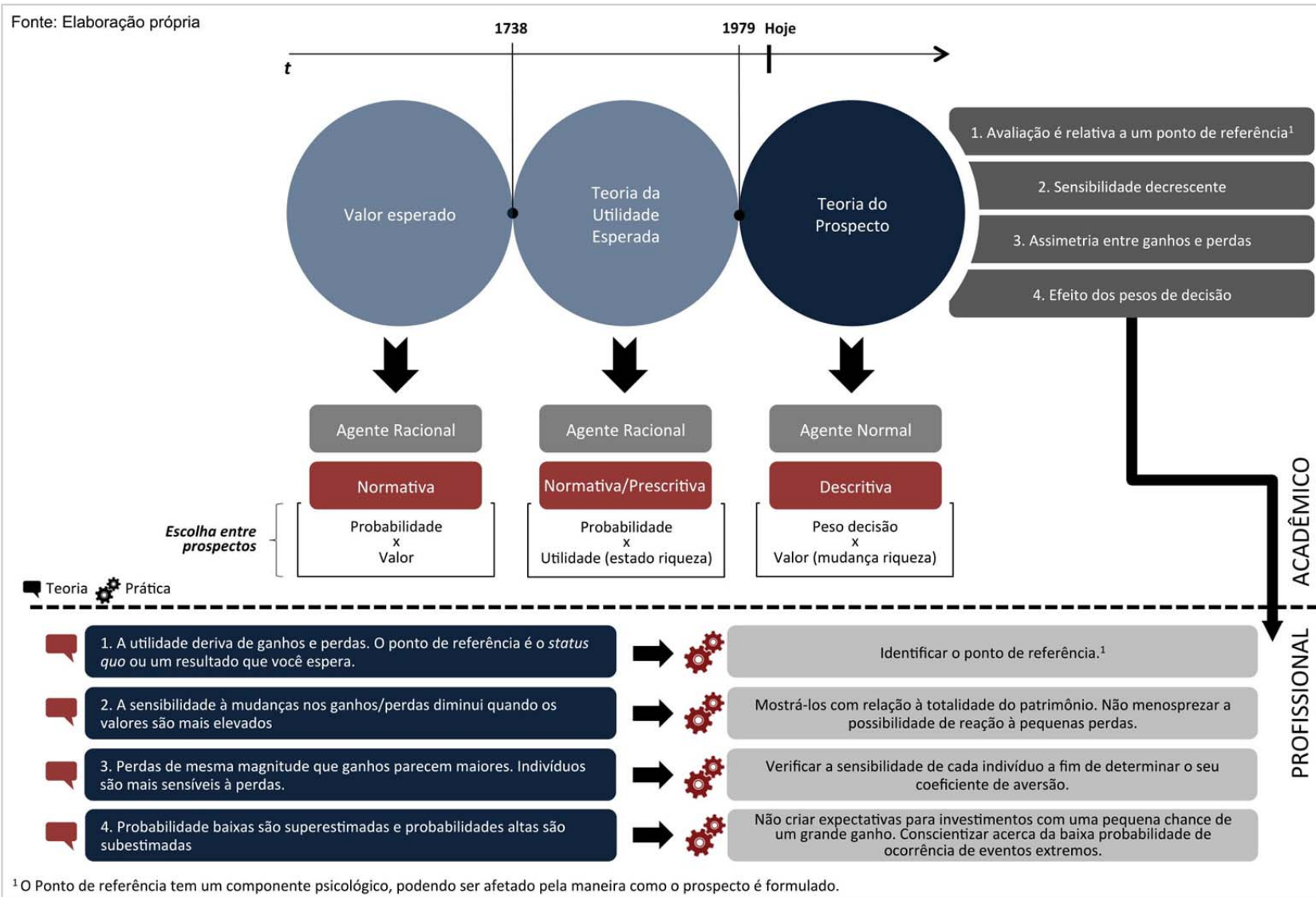


Fonte: Elaboração própria
 Fonte: Elaboração própria

Modelo | Diagrama 3/6 – Tomada de decisão sob incerteza

Anexo

Fonte: Elaboração própria

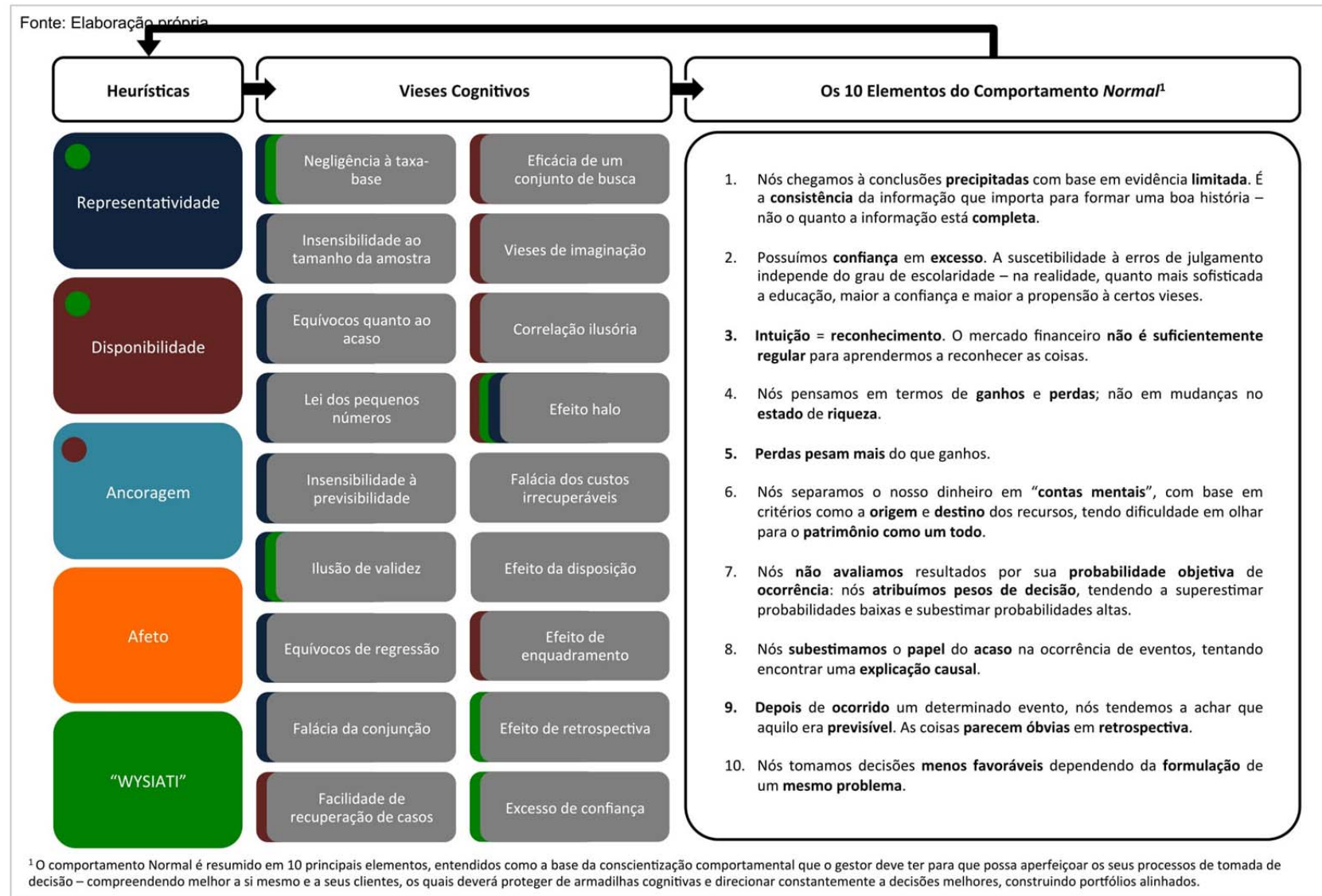


Fonte: Elaboração própria

Modelo | Diagrama 4/6 – Os 10 elementos do comportamento *normal*

Anexo

Fonte: Elaboração própria



Fonte: Elaboração própria

Modelo | Diagrama 5/6 – Proteção dos vieses: recomendações práticas

Anexo

Heurística	Vieses Cognitivos	Recomendações específicas
Representatividade	Negligência à taxas base	Prestar atenção nas probabilidades apresentadas à priori. Quando a qualidade da evidência apresentada é duvidosa, buscar uma aproximação do julgamento à taxa-base.
Representatividade	Insensibilidade ao tamanho da amostra	A dispersão é maior em amostras menores: não inferir demais de amostras pequenas de novas informações.
Representatividade	Equívocos quanto ao acaso	O acaso não se auto-corrige. Uma sequência será aleatória quando eventos são independentes. Não buscar padrões quando processos aleatórios representarem regularidades.
Representatividade	Lei dos pequenos números	Calcular o tamanho adequado de uma amostra para chegar à conclusões sobre uma hipótese. Prestar atenção em informações obtidas de terceiros - eles estão sujeitos ao mesmo viés.
Representatividade	Insensibilidade à previsibilidade	Certificar-se da relevância da informação para aquilo que se está tentando prever. Questionar-se acerca do grau de previsibilidade dos eventos - se não há previsibilidade alguma, a mesma previsão deve ser feita.
Representatividade	Ilusão de validade	Atentar-se se a inputs que parecem ser representativos de um determinado output (previsão), especialmente quando os inputs são correlacionados ou redundantes. Estes são os que produzem resultados menos precisos.
Representatividade	Equívocos de regressão	Conscientizar-se de que quando um evento é extremo na sua primeira ocorrência, ele tende a regredir à média na sua segunda ocorrência. Não buscar por uma explicação causal.
Representatividade	Falácia da conjunção	Aplicar a lógica ao julgar a probabilidade de ocorrência de dois eventos em conjunção. Essa probabilidade nunca será superior à probabilidade de ocorrência de apenas um dos eventos.
Disponibilidade	Facilidade de recuperação de casos	Ter cuidado ao fazer previsões acerca da probabilidade ou do volume de casos que sejam mais familiares ou mais proeminentes. A tendência é que estes sejam erroneamente julgados como sendo mais numerosos/prováveis.
Disponibilidade	Eficácia de um conjunto de busca	Alguns conjuntos de busca mentais são mais acessíveis e fáceis de operar do que outros. É importante ter consciência da facilidade/dificuldade do conjunto de busca para fazer previsões mais acertivas.
Disponibilidade	Vieses de imaginação	Na tomada de decisão, imaginar tanto o <i>upside</i> quanto o <i>downside</i> dos resultados. Quando os benefícios são de mais fácil acesso em nossa mente, os riscos podem ser subestimados. O oposto também é válido.
Disponibilidade	Correlação ilusória	Quando eventos ou classes possuem uma associação forte entre eles, tomar cuidado para não julgar a sua ocorrência conjunta como sendo mais elevada do que a ocorrência de outros eventos que não possuem uma associação tão forte.

Fonte: Elaboração própria

Modelo | Diagrama 5/6 – Proteção dos vieses: recomendações práticas

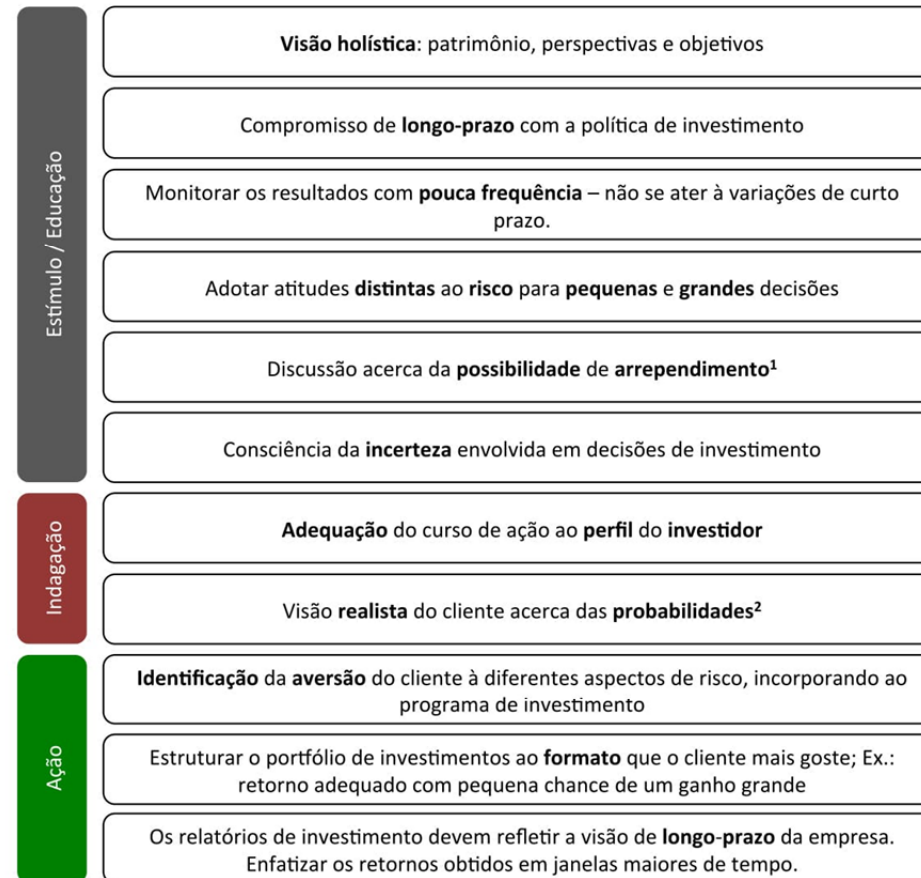
Anexo

Heurística	Vieses Cognitivos	Recomendações específicas
Representatividade / Disponibilidade / WYSIATI	Efeito Halo	Não julgar o todo a partir da impressão obtida por apenas uma característica.
-	Falácia dos custos irrecuperáveis	Custos irrecuperáveis devem ser compreendidos como tal - nada os trará de volta. Não colocar o "bom dinheiro" em cima do dinheiro que está perdido.
-	Efeito da disposição	Fazer análises bem estruturadas para não carregar ativos que estão perdendo dinheiro por muito tempo, a fim de evitar ainda mais perdas. O mesmo é válido para ativos que estão ganhando: atentar-se à ansiedade de exercer o ganho. Tentar extrair a intensidade da relutância do cliente em realizar perdas, apresentando exemplos reais de situações em que foi melhor cortar as perdas e carregar os ganhos.
-	Efeito de enquadramento	Formular prospectos de diferentes formas para ver se isso muda a sua perspectiva e a do seu cliente.
"WYSIATI"	Efeito de retrospectiva	Grande parte dos eventos ocorridos nos mercados são de fato imprevisíveis. Antes de tomar uma decisão ativa de investimento, faça uma lista dos motivos pelos quais a sua decisão não é embasada em fatores aleatórios.
"WYSIATI"	Excesso de confiança	Não agir com base na intuição e ter cautela principalmente nas atividades que se está mais acostumado a praticar. Estar atento à propensão ao excesso de confiança quando fizer constatações ao cliente: declarações firmes e arrojadas poderão atraí-lo em um primeiro momento, mas a falha em cumpri-las poderá acabar com a confiança no relacionamento.
Acoragem	-	Quando um valor é apresentado antes de se fazer uma estimativa, avaliar se esse valor é realmente informativo. Caso não seja, o mesmo deverá ser desprezado, caso seja, deverão ser feitos os ajustes necessários para baixo ou para cima.
Afeto		Evitar de fazer avaliações com base no afeto (gostar ou desgostar de algo). Focar sempre na pergunta "o que eu penso sobre isso".
TP - Decisão sob incerteza	Ponto de referência	Determinar o ponto de referência a partir do qual ganhos e perdas serão calculados, certificando-se de que aquela referência faz sentido naquele determinado contexto. Alinhar o ponto de referência com o cliente. Para decisões mais racionais e coerentes, adote uma perspectiva mais ampla (como o patrimônio total) quando estiver apresentando cursos de ação alternativos, ao invés de perspectivas mais limitadas, como ganhos e perdas.
TP - Decisão sob incerteza	Sensibilidade decrescente	Mostrar ganhos e perdas com relação à totalidade do patrimônio. Não menosprezar a possibilidade de reação à pequenas perdas.
TP - Decisão sob incerteza	Assimetria entre ganhos e perdas	Verificar a sensibilidade de cada indivíduo a fim de determinar o seu coeficiente de aversão.
TP - Decisão sob incerteza	Pesos de decisão	Não criar expectativas para investimentos com uma pequena chance de um grande ganho. Conscientizar acerca da baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos.

Fonte: Elaboração própria

Modelo | Diagrama 6/6 – Política de Elaboração e Manutenção de Portfólios em *MFOs*

Anexo



¹ Pessoas que se arrependem de oportunidades que perderam (coisas que deixaram de fazer) tendem a ser mais propensas ao risco do que as que se arrependem de coisas que fizeram.

² Por exemplo, quando um investidor cauteloso se sente atraído por um investimento de risco.