

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O PERFIL DE INVESTIDOR, A REALIDADE DO MERCADO DE RENDA FIXA E VARIÁVEL E A TEORIA DA AVERSÃO À PERDA.

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN THE INVESTOR PROFILE, THE REALITY OF THE FIXED AND VARIABLE INCOME MARKET AND THE THEORY OF AVERSION TO LOSS.

Jairo Alano de Bittencourt. UNIEURO;

Doutor em Economia pela Universidade Católica de Brasília
Centro Universitário UNIEURO
jairodear@gmail.com

Geraldo Sardinha.

Doutor em Desenvolvimento Sustentável pela Universidade de Brasília
Coordenador do Curso Pós-ADM da Fundação Getúlio Vargas - DF
gera.sardin@gmail.com

Cíntia Almeida Barbosa.

Bacharel em Administração na UCB

Rebeca Cristina Silva Alves.

Bacharel em Administração na UCB

Saulo Armando de Oliveira.

Bacharel em Administração na UCB

RESUMO

Este artigo tem por objetivo analisar a relação entre o perfil do investidor, a evolução dos depósitos do mercado de renda fixa e variável e a teoria da aversão à perda. O mercado financeiro é bastante dinâmico e adaptável a mudanças. A cada dia, novas opções de aplicações surgem e a preferência do investidor também muda, de acordo com os diversos tipos de investimentos ofertados, visando atender as expectativas desse. A escolha de uma aplicação dependerá das metas estabelecidas pelo investidor, informações sobre a rentabilidade esperada dos papéis, o tempo previsto para o investimento e o risco que esse está disposto a correr. Para isso, é necessário que o próprio reconheça o seu perfil, que dê a conhecer o seu perfil para os agentes que poderão intermediar seus investimentos e compreender, não só o funcionamento do mercado, como as características da aplicação escolhida. A principal metodologia utilizada neste estudo para descobrir a preferência desse ator é a Análise de Perfil de Investidor (API), baseada nos estudos de Markowitz (1952) e os estudos de Kahneman e Teversky (1952), sobre a teoria da economia comportamental. Para tanto, realizou-se uma pesquisa qualitativa bibliográfica e descritiva, e uma pesquisa de campo em uma amostra de moradores do Distrito Federal. Os resultados da pesquisa confirmaram o comportamento de investidores descritos nos estudos desses autores, ou seja, as pessoas tendem a ser avessas ao risco quando se trata de ganhos e propensas ao risco a fim de evitar ou compensar perdas.

Palavras Chave: Perfil do Investidor; Mercado financeiro; Economia comportamental.

ABSTRACT

This article aims to analyze the relationship between the profile of the investor, the evolution of fixed and variable income market deposits and the theory of loss aversion. The financial market is very dynamic and adaptable to change. Each day, new investment options emerge and investor preference also changes, according to the different types of investments offered, in order to meet the expectations of the investor. The choice of an application will depend on the goals established by the investor, information about the expected profitability of the securities, the expected time for the investment and the risk that the investor is willing to take. To do this, it is necessary for the investor itself to recognize its profile, to make its profile known to agents who can intermediate their investments and understand not only the operation of the market, but also the characteristics of the chosen application. The main methodology used in this study to discover this actor's preference is the Investor Profile Analysis (API), based on Markowitz's (1952) studies and Kahneman and Tversky's (1952) studies on the theory of behavioral economics. For that, a qualitative bibliographical and descriptive research was carried out, as well as a field research in a sample of residents of the Federal District. The results of the survey confirmed the behavior of investors described in the studies of these authors, this is, people tend to be risk averse when it comes to gains and risk prone to avoid or compensate for losses.

Keywords: *Investor Profile; Financial market; Behavioral economics.*

1. Introdução

A participação das famílias no mercado financeiro é de extrema importância para o país, pois é fonte de captação de recursos para empresas em crescimento e geração de riqueza econômica. Considera-se o nível de maturidade econômica de um país, dentre outros indicadores, pelo nível de confiança e participação da população no mercado acionário, que pode ser verificado pela evolução do número de investidores nesse mercado.

Especificamente no caso brasileiro, existem diversos tipos de investimentos, divididos entre renda fixa, representados principalmente pela poupança e Tesouro direto, renda variável composta principalmente pelas ações e, ainda, uma mescla dos dois - os fundos de investimentos.

Mas, para investir no mercado financeiro, o futuro investidor precisa conhecer as características de cada aplicação, escolhendo aquele que melhor se encaixe no seu perfil. Uma das classificações mais difundidas no mundo das finanças, foi alicerçada nos estudos de Markowitz (1952) e na sua teoria da seleção de portfólios, que avalia o perfil com base na relação risco-retorno, percebendo-se dois grupos de investidores bem definidos, o arrojado e o conservador.

Há, ainda, um terceiro, o moderado - um meio termo entre os dois primeiros. Porém o investidor não é um ser completamente racional como afirma a teoria moderna das finanças¹, segundo a qual os indivíduos são iguais e possuem, em média, a mesma função de utilidade, maximizando seu capital através da melhor opção.

Foi nesse contexto que surgiu a teoria da economia comportamental, através dos estudos desenvolvidos pelos psicólogos Kahneman e Tversky (1979). Segundo esses estudiosos, as atitudes aparentemente racionais dos investidores envolvem uma série de “atalhos mentais”, “armadilhas” colocadas pelo cérebro que, inconscientemente, têm impacto na hora de escolher uma aplicação ou manter determinado ativo na carteira, conhecidos como “vieses” - esses atalhos da mente podem levar os investidores a sérios equívocos, sem que eles percebam.

Entre esses vieses está a aversão à perda. Kahneman e Tversky (1979) descobriram que as pessoas tendem a ser avessas ao risco quando se trata de ganhos e propensas ao risco a fim de evitar ou compensar perdas.

Conforme estudos recentes (Bovespa, 2017; CVM, 2014), percebe-se que o número de clientes em várias áreas de investimento vem crescendo, tanto de migrações de um ativo para o outro, quanto de novos investidores, por isso, indaga-se: este processo é resultado de uma possível mudança no perfil de investidor dominante; é devido ao crescimento da educação financeira; ou é resultado da realidade econômica turbulenta presente hoje no Brasil?

Assim sendo, o problema a ser resolvido pela pesquisa foi assim definido: “qual a relação entre o perfil do investidor e a evolução dos depósitos de renda fixa, variável e a teoria da aversão à perda?

Nesse contexto, a presente pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre o perfil do investidor e a evolução dos depósitos no mercado de renda fixa, investimentos de renda variável e a teoria da aversão à perda.

A principal metodologia utilizada para descobrir a preferência desse ator foi a “Análise de Perfil de Investidor (API)”, baseada nos estudos de Markowitz (1952) e os estudos de Kahneman e Tversky (1979), sobre a teoria da economia comportamental, visando levantar possíveis investidores que já possuem idade e maturidade para aplicar recursos nas mais diversas áreas de investimentos.

¹Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. The Journal of Finance, 7:77-91 & Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of Market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 19:425-442.

Para assegurar esse objetivo, foram estipulados os seguintes objetivos específicos: a) verificar a evolução dos investimentos nas áreas de renda fixa e variável de investidores brasileiros (na Bolsa, TD, poupança e Fundos); b) identificar e caracterizar o perfil de investidor de cada área com base nas características do investimento; e c) verificar a relação entre o perfil de investidor, a realidade do mercado e a teoria da aversão à perda.

Nos últimos anos, a economia nacional tem sido impactada por diversos fatos econômicos, tais como: mudanças nas taxas de juros; instabilidade econômica, com o aumento das incertezas; melhoria da tecnologia de informação, que permite ao investidor maiores esclarecimentos e conhecimento sobre o mercado financeiro – oferta de produtos, rentabilidade e, principalmente, possibilidades de simulações pelo próprio investidor.

As hipóteses formuladas para a presente pesquisa forma as seguintes:

H1: Nos últimos anos, marcados pela crise econômica, não houve crescimento do mercado financeiro brasileiro em termos de investimentos de renda fixa com as vendas dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro;

H2: Nos últimos anos, marcados pela crise econômica, não houve crescimento do mercado financeiro brasileiro em termos de investimentos na área da renda variável ou elevação das opções em fundos de investimentos;

H3: Nos últimos anos, marcados pela crise econômica, não houve crescimento do mercado financeiro brasileiro em termos de investimentos carreados para depósitos da caderneta de poupança;

H4: Não existe relação entre o perfil de investidor e suas escolhas de investimentos.

H5: Não existe relação entre o perfil de investidor e a teoria de aversão à perda.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Compreendendo o Mercado Financeiro

O mercado financeiro é onde se processam as transações econômicas. A finalidade principal desse mercado é ser o um espaço de intermediação, de trocas entre investidores (agentes econômicos superavitários dispostos a rentabilizar seu capital) e os tomadores (agente econômico deficitário, aqueles que precisam desses recursos). (FORTUNA, 2010).

Em conformidade com Almeida (2017), Assaf Neto (2012), Kerr (2011), CVM (2014), entre outros, o mercado monetário tem o objetivo de controlar a liquidez dos meios de pagamento da economia, via operações de mercado aberto, de redesconto e depósito compulsório; o mercado de crédito tem por finalidade principal suprir as necessidades de capitalização de empresas (capital de giro e ativo permanente) e o financiamento de consumo das pessoas físicas; o mercado cambial destina-se às operações de compra e venda de moeda estrangeira; e o mercado de capitais pode ser representado como um ambiente onde instituições financeiras, as bolsas de valores, sociedades corretoras e até mesmo pessoas físicas estão negociando produtos financeiros, como títulos públicos, ações, fundos de investimentos, entre outros.

2.2 Títulos de Renda Fixa

2.2.1 Poupança

A Poupança é o tipo de investimento considerado mais tradicional e seguro. Possibilita que indivíduos mais conservadores apliquem seus recursos sem correr grandes riscos, embora eles existam. O rendimento é atrelado a taxa Selic, se estiver superior a 8,5%, renderá a variação da TR (Taxa Referencial) mais juros de 0,5% ao mês. Por outro lado, se a Selic for igual ou menor que 8,5%, os juros da caderneta de poupança são reduzidos para 70% da Selic mais a TR.

2.2.2 Tesouro Direto

O programa para venda e compra de títulos públicos federais via internet, denominado Tesouro Direto, foi criada pelo Tesouro Nacional em parceria com a BMF&F Bovespa em 2002, com o propósito de popularizar o acesso aos títulos públicos para as pessoas físicas (TESOURO DIRETO, 2017).

Os títulos públicos são considerados ativos de renda fixa, assim a rentabilidade pode ser medida no momento da aplicação, desse modo, os ativos oferecidos pelo Tesouro Direto são considerados conservadores, pois é mais estável quando comparado aos de renda variável.

2.3 Títulos de Renda Variável: Mercado de Ações da BM&FOVESPA

Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBOVESPA (BVMF) é a instituição brasileira mais importante do mercado de capitais, pois é através dela que os títulos mobiliários são negociados. Ações são títulos que representam a menor fração do capital social de uma

organização sob a forma de sociedade de economia mista (ASSAF NETO, 2012); BMF&BOVESPA, 2017; CVM, 2014, etc.). As ações podem ser classificadas em dois tipos:

2.3.1 *Ordinárias (ON)*: dão o poder de votar em assembleias gerais da empresa, além de receber os lucros distribuídos pela empresa;

2.3.2 *Preferenciais (PN)*: os acionistas não têm o direito de votar e recebem os lucros distribuídos primeiro (em uma porcentagem maior que as ordinárias).

2.4 Mercado Financeiro: Modalidade De Aplicação Coletiva Fundos de Investimentos

Fundo de investimento pode ser definido como, uma modalidade de aplicação coletiva, trata-se de uma estrutura formal que reúne recursos financeiros de diversos investidores, para juntos aplicarem seus recursos. A soma dos recursos aplicados pelos investidores forma o patrimônio do fundo, que por sua vez é dividido em cotas. Esta é uma fração de um fundo, a qual é atrelada o preço para venda. (ASSAF NETO, 2012); BMF&BOVESPA, 2017; CVM, 2014).

2.5 Tipos de Fundos

2.5.1 *Fundos de curto prazo*: investe-se em títulos públicos federais e privados (de muito baixo risco) e são indicados para os investidores que planejam resgatar seus recursos em menos de um ano (CVM, 2014).

2.5.2 *Fundos de Longo Prazo*: possuem um prazo médio da sua carteira maior que 365 dias, podem ser de vários tipos: fundos referenciados; fundos de renda fixa; fundos cambiais; fundos de ações; fundos Multimercado fundos previdenciários (CVM, 2014).

2.6 Perfil de Investidores

A teoria dos Mercados Eficientes surgiu em 1952, através dos estudos de Markowitz. Conforme essa teoria, o mercado financeiro é eficiente e os investidores tomam decisões racionais, pois todos têm o mesmo acesso às informações, procurando maximizar seu capital e minimizar os riscos envolvidos nas operações.

O modelo proposto por esse autor proporciona o cálculo de risco e retorno das carteiras de investimento, revelando a relação entre essas duas variáveis, utilizando essa relação, seus estudos oportunizam a diversificação de investimentos e a classificações dos investidores em perfis.

Para Markowitz (1952), o risco é a incerteza de determinado acontecimento. Nesse contexto, é a probabilidade de o investidor ganhar menos do que o esperado. Já o retorno é a quantidade de capital ganho, como resultado da aplicação.

Dessa forma, segundo a teoria, os investidores podem ser divididos conforme sua tolerância ao risco, em dois grupos bem definidos: o primeiro busca uma combinação de ativos que proporcionem um retorno maior, mesmo que isso acarrete em uma exposição maior, conhecido como investidor arrojado. Já o segundo são àqueles que procuram menor risco, porém o retorno também é menor, estes são os conservadores. Pode-se ainda perceber um terceiro grupo, o moderado que aceita correr um pouco mais de risco que o conservador para alcançar uma rentabilidade superior.

2.7 Finanças Comportamentais e Aversão ao Risco

As Finanças comportamentais surgiram no meio acadêmico no final da década de 70 através dos estudos de Kahneman e Teverski (1979), procurando analisar a influência de propensões psicológicas na tomada de decisões. Pioneiros nessa área fizeram com que a psicologia cativasse os estudiosos do mercado financeiro, e quebraram o paradigma da época, pois vigorava até então o pensamento que o ser humano é totalmente racional e avesso ao risco.

A teoria clássica de finanças é alicerçada, sobretudo a partir dos estudos de Markowitz (1952), Sharpe (1964) e Fama (1970). Está fundamentada nos princípios de racionalidade e mercados eficientes. Segundo o dicionário Aurélio, página 635, racionalidade é definida como “explicar ou conceber os próprios atos e reações decorrentes de motivos racionais, e não decorrentes dos impulsos e desejos inconscientes”.

Já a teoria de mercados eficientes argumenta que o preço de um ativo é ilustrado através das informações disponíveis sobre a instituição emissora, inviabilizando aos investidores qualquer tipo de ganho anormal (retornos superiores ao condizente da aplicação de acordo com risco estipulado). Segundo Fama (1970) nenhum dado poderia proporcionar aos investidores ganhos anormais.

Os impasses causados pelas duas primeiras teorias suscitaram o nascimento de um novo objeto de pesquisa, ou seja, buscou-se saber como os fatores psicológicos podem interferir no processo de tomada de decisão dos investidores. Segundo Kahneman e Tversky (1974), as atitudes aparentemente racionais dos investidores envolvem uma série de “atalhos mentais”, armadilhas colocadas pelo cérebro que, inconscientemente, têm impacto na hora de escolher uma aplicação

ou manter determinado ativo na carteira. Também conhecidos como “vieses”, esses atalhos da mente podem levar os investidores a erros sem eles percebam.

Assim, admitindo que os investidores sejam dotados da racionalidade limitada e sujeitos a emoções, pode-se observar certos comportamentos padrões no momento da tomada de decisão e principalmente no decorrer dos investimentos. Entre esses vieses encontra-se a aversão à perda - as pessoas tendem a ser avessas ao risco quando se trata de ganhos e propensão ao risco a fim de evitar ou compensar perdas (Kahneman e Teverski, 1979).

Em suas pesquisas, eles davam aos entrevistados opções como, primeira alternativa “Certeza de ganho de R\$ 500” ou segunda alternativa “25% de chance de ganhar R\$ 1.000 e 75% de chance de não ganhar nada”. E ainda, primeira alternativa “Certeza de perder R\$ 700” ou “75% de chance de perder R\$ 1.000 e 25% de chance de não perder nada”. Constatou-se que a maioria das pessoas prefere a primeira alternativa no primeiro exemplo, ou seja, são avessas ao risco no campo dos ganhos. Já no dois a segunda alternativa, pois elas são atraídas pelo risco visando evitar as perdas.

Esse desequilíbrio de como são percebidas as perdas e ganhos pode levar o investidor desperdiçar boas oportunidades de investimento ou insistir em investimentos sem perspectiva futura de melhora, seja pelo medo da dor de um possível prejuízo, seja pela recusa em admitir eventuais erros na escolha da aplicação. Outro efeito potencialmente prejudicial é liquidar antecipadamente investimentos ainda lucrativos e promissores, por receio de perder o que já foi ganho.

3. Método de Pesquisa

3.1 Escolhas Metodológicas

Segundo Vergara (2016), há vários tipos de taxionomias de pesquisas utilizadas pelos autores, no entanto, são propostos dois critérios: quanto aos fins e quanto aos meios. Esta pesquisa, quanto aos meios, será bibliográfica, pois coletará dados em livros, artigos e sítios da web, por fontes secundárias a respeito do Tesouro Direto, Bolsa de Valores fundos de investimento, Poupança e Perfis de investimento. Quanto aos fins, será descritiva, de forma que serão coletados e analisados dados bem delineados a respeito de características de um público, já anteriormente conceituado, sobre mercado financeiro, perfis de investidores e suas inter-relações;

Por fim, será realizada uma pesquisa de campo, tendo como instrumento um questionário, direcionado a uma amostra de moradores do Distrito Federal, com o objetivo de explorar uma realidade específica e relacioná-la à situação do mercado financeiro e às teorias sobre finanças comportamentais.

Objeto de estudo deste trabalho é a atuação dos agentes que, influenciados pelos mais diversos fatores sociais e humanos, são capazes de provocar mudanças estruturais na realidade das áreas desse mercado, suscitando a necessidade de uma série de teorias que explicam esses comportamentos, como a teoria do prospecto de Khaneman (1979). Os dados foram analisados através de softwares de manipulação de informações, como Word e Excel.

3.2 Etapas de aplicação da pesquisa de campo

Aplicou-se um questionário com a utilização da ferramenta *Google Drive*, com questões fechadas sobre mercado financeiro, obtendo-se 105 respostas (50,5% do gênero masculino e 49,5% do gênero feminino). A amostra foi composta majoritariamente por jovens (77,1%), dividido nas seguintes faixas etárias: 39% de 18 a 25 anos e 38,1% até 35 anos. O público mais maduro representa 22,8% (até 45 anos são 11,4% e acima de 45 anos 11,4%).

Constata-se que boa parte dos entrevistados (quase 60%) tem algum interesse nas questões relativas ao mercado financeiro, 50% dos participantes não possuem conhecimento sobre a área financeira ou formação na área, e apenas 27% possuem formação em alguma área e conhecimento no mercado.

Essa é uma constatação temerária, já que quase 60% deles têm algum interesse no mercado financeiro e quando se investe sem conhecimento prévio as probabilidades de perda de capital são muito grandes, fato esse constatado através da questão 8, a qual 14,3% dos entrevistados regataria o investimento total após uma queda de 15%. Uma boa parte 40% diversificaria o risco e investiria em outras aplicações, demonstrando ao menos uma noção do funcionamento do mercado, assim como aqueles que pensam em longo prazo 27,6%.

A partir da aplicação de um padrão de respostas no questionário, que definiu a correspondência mínima entre as respostas dadas pelo participante a partir da semelhança entre 3 ou mais delas, foi possível dividir o resultado em dois grupos, o grupo 1, formado por um perfil conservador, que figurou em 64% dos participantes, e o grupo 2, formado por um perfil mais arrojado, figurando no restante.

4 Análise dos Resultados

4.1 Análise do Mercado de Renda Fixa e Variável

O mercado de renda fixa é composto pelos ativos que oferecem opções de remunerações conhecidas no momento de sua compra, ou seja, o investidor conhece o valor do seu rendimento no momento da aplicação, seja por saber o valor nominal ou o indexador atrelado ao ativo (ALMEIDA E CUNHA, 2017; CVM, 2015; BOVESPA 2017).

Uma das formas de diferenciação destes ativos de renda fixa é o tipo de emissor que ele possui.

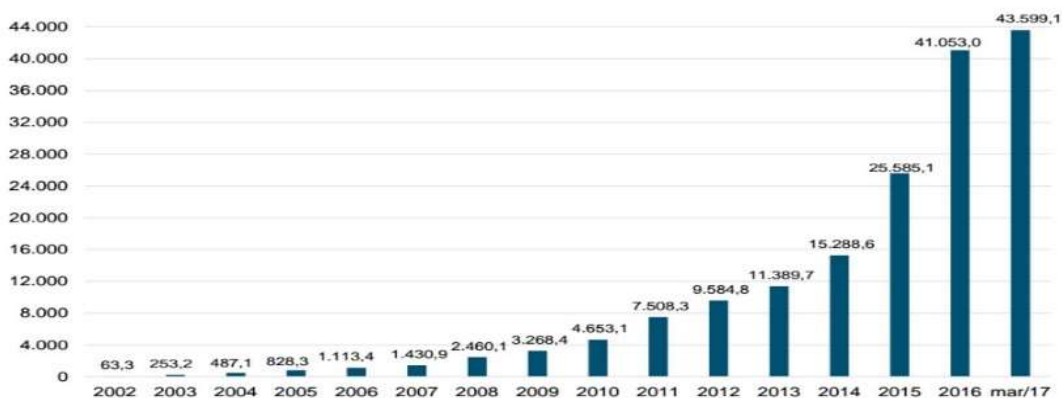
O emissor é a entidade que recebe o dinheiro do investidor e emite o título, sendo responsável pelo pagamento do principal e dos juros acordado. A importância do emissor está ligada ao risco de crédito envolvido no investimento emitido pela instituição financeira. Dentre os tipos de emissores, existem as entidades públicas e privadas. (ALMEIDA e CUNHA (2017, BOVESPA, 2017; CVM; 2015).

4.1.1 Tesouro Direto

O Tesouro Direto emite títulos de renda fixa com várias formas de resgate, sendo a taxa do sistema especial de liquidação e custódia (SELIC) e o índice de preços ao consumidor (IPCA) os seus principais indexadores.

Iniciando suas atividades em 2002, o Tesouro Nacional em parceria com a Bolsa de valores de São Paulo pôs no mercado títulos que ofereciam remunerações pré e pós-fixadas como uma alternativa à poupança e aos ativos mais arriscados do mercado. Com o passar dos anos, seus títulos foram ganhando cada vez mais espaço no mercado financeiro. A movimentação (Gráfico 1) também aumentou consideravelmente desde 2002 que registrava 63 milhões, em março de 2017 chegava a 43 bilhões (BRASIL, TESOIRO DIRETO, 2017).

Gráfico 1: Movimentação em bilhões dos investidores do Tesouro Direto



Fonte: Brasil (Tesouro Direto), 2017

Observa-se que, desde o início, há tendência de crescimento constante nas quantidades de títulos vendidos, notadamente depois de 2014, com crescimento anual, em média, em torno de 41 %, chegando a aproximadamente ao triplo daquele valor total em 2017, dados estes que refutam a hipótese H1, supondo que nos últimos anos, marcados pela crise econômica, não houve crescimento do mercado financeiro brasileiro em termos de investimentos de renda fixa com as vendas dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro;

Em matéria feita pelo site de notícias *GI*, informando que o número de cadastrados no Tesouro Direto alcançou a marca de 1 milhão em outubro de 2016, consta a análise do próprio Tesouro Nacional sobre os principais motivos do crescimento expressivo dos investimentos na área: “O aumento do interesse dos investidores pelo Tesouro Direto coincide com a queda na rentabilidade e atratividade da poupança, que somando-se a taxa básica de juros mais o referencial, fica 8,5% ao ano, abaixo da SELIC(...) somando tais fatores ao aumento da inflação, que está superando a correção da poupança, as cadernetas acabam perdendo atratividade, os investidores optam por esses títulos, pois, ainda que incida Imposto de Renda, oferecem rentabilidade atrelada ao IPCA. (BRASIL, TESOURO DIRETO, 2017; MARTELLO.G1.2016).

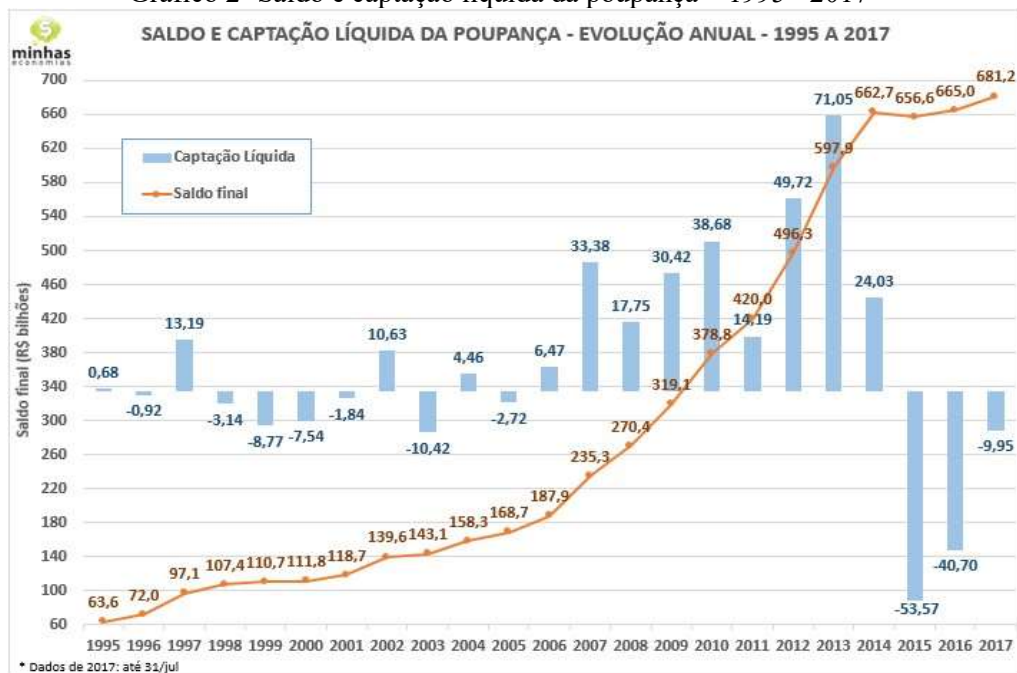
4.1.2 Poupança

A característica mais vantajosa deste investimento é a sua praticidade e facilidade de compreensão, pois ele não possui uma taxa mínima e pode ser sacado e depositado a qualquer tempo, fatos estes que fazem com que, muitas vezes, seus investidores optem pela poupança pela facilidade da operação, mesmo com menores retornos financeiros. Outra vantagem deste investimento é a sua isenção de imposto de renda, que, a princípio, pode dar a impressão errada acerca de sua remuneração real, apesar disso, ela se torna desvantajosa quando comparada com outros ativos, pois, poderá apresentar remuneração real negativa, devido à variação da inflação (no caso de deflação, isso pode acontecer). O Gráfico II mostra o saldo e a captação líquida da poupança registrados desde 1995.

Pelo Gráfico 2, permite-se inferir que o saldo final da poupança sempre manteve uma tendência de alta, tendo como período mais significativo a variação entre 2007 e 2014, com aumento de 281%. Entretanto, observa-se que a partir de 2014, a captação líquida, que representa a quantidade depósitos subtraída pela quantidade de saques da poupança, teve o pior saldo negativo apurado.

Esses dados confirmam a hipótese H3 (nos últimos anos, marcados pela crise econômica, não houve crescimento do mercado financeiro brasileiro em termos de investimentos carreados para depósitos da caderneta de poupança).

Gráfico 2- Saldo e captação líquida da poupança – 1995 - 2017



Fonte: <http://minhaseconomias.com.br/blog/investimentos/saldo-captacaopoupanca>

Somado a estes fatores, um levantamento da Associação Nacional dos Executivos de Finanças (Anefac) feito em novembro, mostra que os retornos dos fundos de investimentos de renda fixa apresentavam retornos melhores que a poupança quando a taxa de administração destes fundos era inferior a 2,5%, fato que, segundo analistas, também pode explicar a migração desses recursos da poupança para investimentos mais rentáveis. (ANEFAC 2016).

4.1.3 Mercado de Ações da BMf&Bovespa

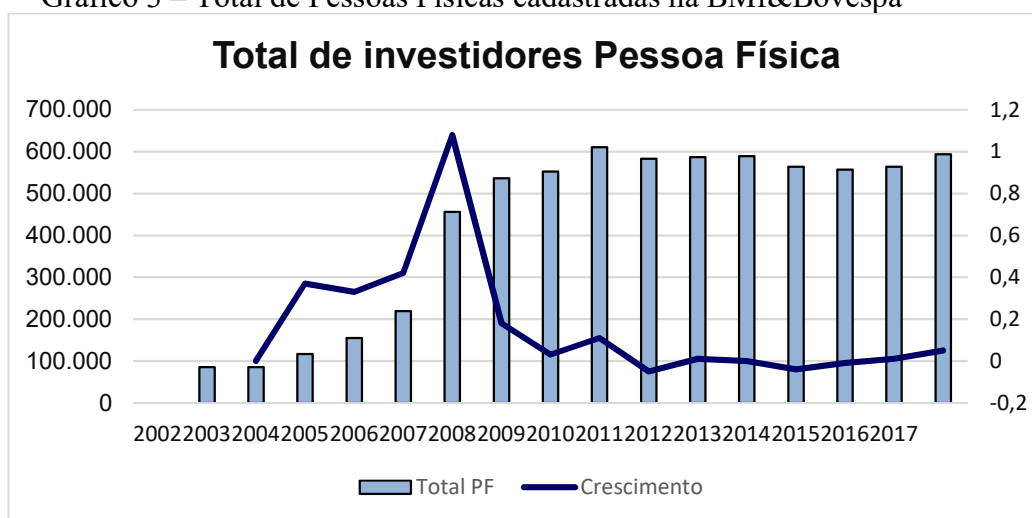
O mercado de capitais reflete o desenvolvimento da economia de um país, quanto mais desenvolvida for, mais ativo é o mercado de ações, pois ele segue o crescimento econômico, na medida em que capta recursos dos poupadores e disponibiliza, através da bolsa, para investidores. Economicamente falando, esse processo faz com que o fluxo aumente a poupança interna e de longo prazo (MANKIW, 2009).

Nos últimos anos, a economia brasileira passou por períodos turbulentos, porém ao que tudo indica se encaminha para estabilização, segundo o jornal *Época Negócios*. Para aqueles que

possuem um perfil de investidor mais agressivo e desejam obter rentabilidade acima da média de mercado, a bolsa pode trazer boas opções para 2017 e para outros anos vindouros (ÉPOCA NEGÓCIOS 2017).

Ao se observar o Gráfico 3, evidencia-se que desde 2002 há um crescente aumento do número de investidores, principalmente entre os anos de 2004 a 2007, período no qual o Brasil passava por uma excelente fase na economia. Porém de 2008 a 2009 o crescimento foi menor, pois nesse período o mundo passava por uma crise econômica global (*Subprime*, bolha imobiliária, com origem nos EUA).

Gráfico 3 – Total de Pessoas Físicas cadastradas na BMf&Bovespa



Fonte: BMf&Bovespa com adaptações dos autores

Em 2010 chegou-se ao número de 610.915 CPF's cadastrados, o maior já registrado, vale ressaltar que nesse período a economia já estava estabilizada. No entanto de 2011 a 2015, o Brasil passava mais uma vez por outra crise, o que contribuiu para queda de investidores, decrescendo em 2014 para 564.116 investidores, ou seja, 4% menos que o ano anterior que registrava 589.276 CPF's cadastrados, dados esses que confirmam a hipótese H2 (nos últimos anos, marcados pela crise econômica, não houve crescimento do mercado financeiro brasileiro em termos de investimentos na área da renda variável ou elevação das opções em fundos de investimentos)

Em se tratando de faixa etária, a maior parte dos investidores se encontra entre 36 a 45 anos, no entanto a faixa etária de maior representação monetária é de maiores de 66 anos com cerca de 44,37% do volume de negociações das pessoas físicas. Esses dados são demonstrados na Tabela I.

Tabela 1- Perfil de Pessoas Físicas por faixa etária

Perfil PF por Faixa etária	Contas			Valor (R\$ bilhões)			%
	HOMENS	MULHERES	TOTAL	HOMENS	MULHERES	TOTAL	
Até 15 anos	1.144	907	2.051	0,64	0,10	0,74	0,48%
De 16 a 25 anos	12.730	2.557	15.287	0,63	0,29	0,93	0,60%
De 26 a 35 anos	95.655	20.064	115.719	4,70	1,36	6,06	3,94%
De 36 a 45 anos	119.418	30.850	150.268	13,17	3,55	16,73	10,87%
De 46 a 55 anos	86.274	27.159	113.433	19,52	7,95	27,47	17,85%
De 56 a 65 anos	73.228	26.895	100.123	25,72	7,97	33,68	21,89%
Maior de 66 anos	70.087	26.928	97.015	51,19	17,09	68,28	44,37%
TOTAL	458.536	135.360	593.896	115,58	38,30	153,88	

Fonte: Bovespa (2017)

O volume de negociações também mostrou evolução desde 2001, onde registrava-se 150.304,7, bilhões. Em setembro de 2017, alcançava-se a cifra de quase 1,400 trilhões (ANBIMA, 2017).

4.1.4 Fundo de Investimentos

Apesar da crise econômica e da instabilidade política, a indústria de fundos de investimentos permanece sólida e crescente no Brasil, segundo o Anuário de 2017 da Indústria de Fundos de Investimento da Fundação Getúlio Vargas (FGV), fechando o ano de 2016 com taxa de crescimento de 17,3% em moeda local em relação a 2015 e superando o montante de R\$ 3,4 trilhões (ou US\$ 1,1 trilhão) no final de 2016. Este crescimento vultoso teve uma pequena queda somente durante o auge da crise financeira mundial, em 2008 - retrocesso de aproximadamente 3%, segundo o Anuário 2017 da FGV.

Os fundos de renda fixa concentram a maior parte do patrimônio líquido da indústria brasileira de fundos: 48,6%, isso devido principalmente as altas taxas de juros, bem como o perfil de concentração de investidores de longo prazo.

Entretanto, há um forte crescimento de novas categorias de fundos nas carteiras dos investidores, além das tradicionais de ações e de renda fixa, como os fundos multimercados, que representam quase 20% do patrimônio líquido do mercado. Uma das principais razões é o aumento do número de fundos que buscam superar a rentabilidade do mercado procurando alternativas às tradicionais, (FGV 2017).

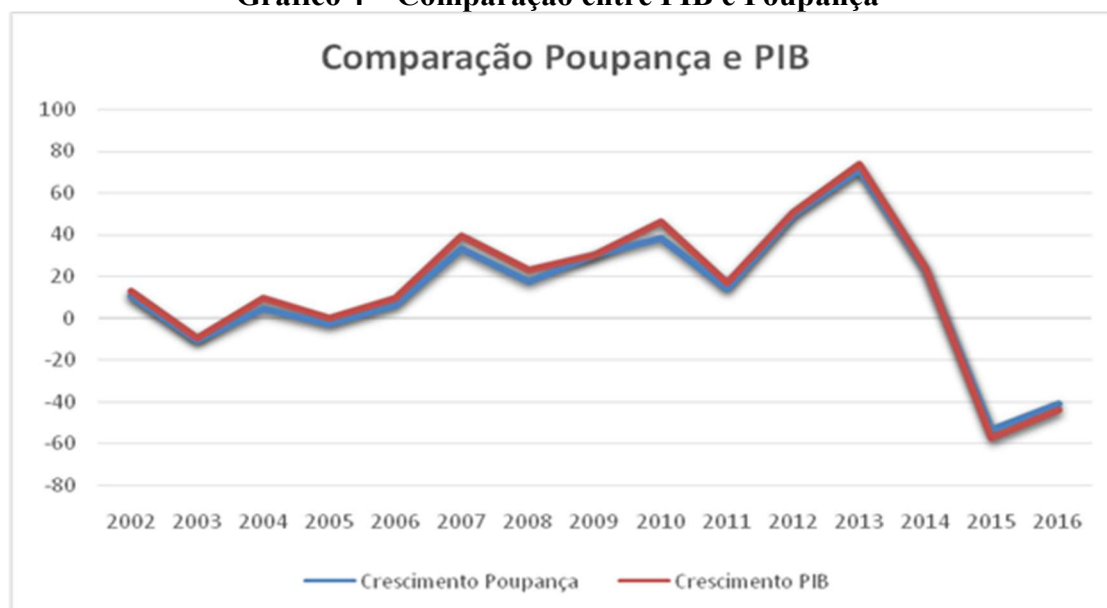
De acordo com dados desse anuário, um dos aspectos responsáveis pelo crescimento dos Fundos de Investimento no Brasil é a segurança oferecida aos investidores, pois além da fiscalização eficiente da CVM, há muitos outros agentes envolvidos, entre eles os administradores responsáveis legais pelo fundo.

4.2 Evolução do Mercado Financeiro e o PIB Brasileiro

O produto interno bruto é a soma de tudo o que é produzido no país. Ele permite, além de outras coisas, analisar como está a saúde financeira do país e o nível de evolução da atividade econômica. No que diz respeito ao mercado de renda fixa, observa-se um fato relevante e característico desta área de investimento e sua relação direta com os valores do PIB (ALMEIDA e CUNHA, 2017; MANKIOW, 2009).

Principalmente nos últimos anos, marcados pela alta generalizada dos juros básicos com o aumento da taxa SELIC pelo Banco Central, que em 2015 alcançou o valor de 14,15% ao ano, é nítido o efeito que os juros altos causam no PIB e no mercado de renda fixa. Observando o Gráfico 4, nota-se que as taxas de crescimento do PIB apresentaram valores decrescentes após 2010, e a partir de 2014 ficaram negativas, ou seja, o país estava em recessão.

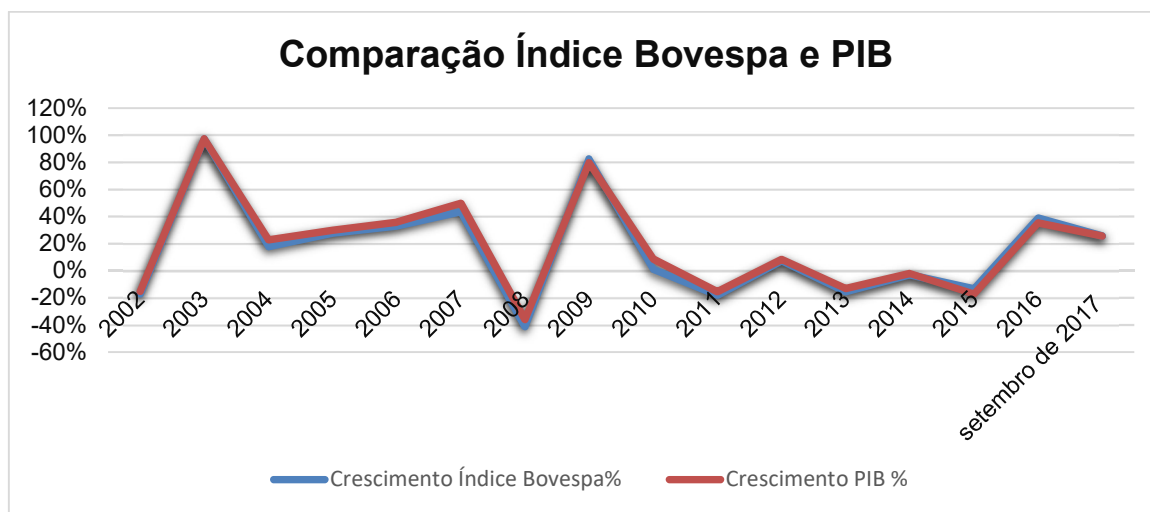
Gráfico 4 – Comparação entre PIB e Poupança



Fonte: Br.advfn.com/indicadores e Minhas economias com adaptações dos autores

Nessa mesma época, a Taxa SELIC alcançava seu maior valor em anos, favorecendo aqueles que investiam em títulos públicos e também, em escalas menores, os que possuíam recursos na poupança, conforme Gráfico 5.

Gráfico 5 – Crescimento % do índice Bovespa e Crescimento % do PIB



Fonte: Bovespa e br.advfn.com/indicadores com adaptações dos autores

Essa relação inversamente proporcional entre baixa do PIB e alta dos investimentos em renda fixa pode ser explicada pelo fato de que, quando os juros estão altos, as instituições que fazem parte da economia optam pelo mercado de juros ao invés do mercado de produção, sendo este último a principal área que influencia no crescimento do PIB do país, ao fazerem essa opção, os volumes de capital investido em renda fixa se elevam, mais um fator que pode explicar o volume crescente de adeptos ao Tesouro Nacional nos últimos anos.

Com relação à poupança, essa relação também existe, pois, o rendimento da poupança é atrelado à taxa SELIC. No entanto, alguns analistas afirmam que ainda que a poupança esteja situada na área de renda fixa, o volume de seus depósitos apresenta queda em tempos de recessão, fato este que é explicado pelo aumento da inadimplência e redução da renda, ambas reduzindo, consequentemente, a margem de propensão a poupar da população.

Tratando-se de renda variável, como as ações da Bovespa, percebe-se que este tipo de investimento é mais sensível às oscilações do mercado. Durante as épocas de crise como em 2008 e a mais recente vivenciada pelo Brasil durante os anos de 2012 a 2015 ocorreu retração tanto do número de investidores, como consequentemente do volume negociado. Quando se compara o crescimento em percentual do índice Bovespa, percebe-se o quão junto anda do crescimento percentual do PIB, conforme Gráfico 5.

Quanto aos Fundos de investimentos é perceptível como esse tipo de aplicação vem ganhando força no Brasil. Mesmo durante a crise de 2008 o recuo do patrimônio líquido foi mínimo, e mesmo durante a recessão econômica enfrentada no país entre 2012 e 2015 a captação do patrimônio só aumentou. Isso se deve principalmente as características desse investimento, pois

além de apresentar diversas opções, como fundos de renda fixa e variável, os riscos são minimizados devido a aplicação em vários ativos.

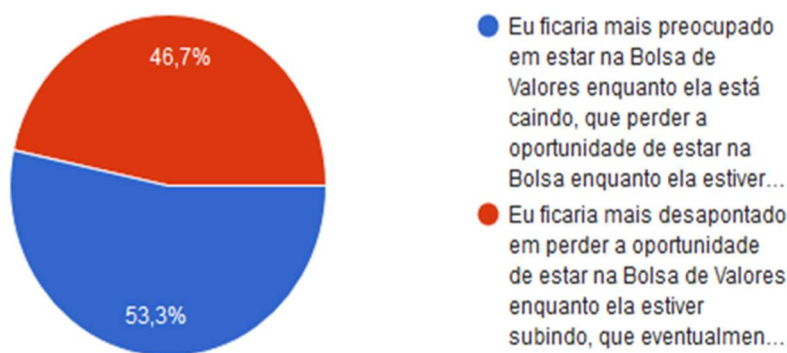
4.3 Resultados do Estudo de Campo

4.3.1 Análise dos resultados em relação ao perfil de investidor, a realidade do mercado e a teoria de aversão à perda

Com relação aos grupos, as respostas dos participantes do grupo 1 (mais conservador) estiveram em sua totalidade nos ativos de baixo risco, e uma pequena parte nos de curto prazo; já o do grupo 2 (mais arrojado) figuraram em sua totalidade nas ações e mesclas entre ações e títulos públicos.

As questões que foram aplicadas com o objetivo de conhecer a propensão ou aversão ao risco do público, comparando ainda este resultado com a teoria do prospecto e aversão à perda proposta por Kahneman (1979), apontou que os prováveis investidores ficariam preocupados em permanecer com ações na bolsa, caso a bolsa esteja caindo (46,7%), enquanto 53,3% ficaria desapontado em não estar aplicando quando a bolsa estiver em alta (Gráfico 6)

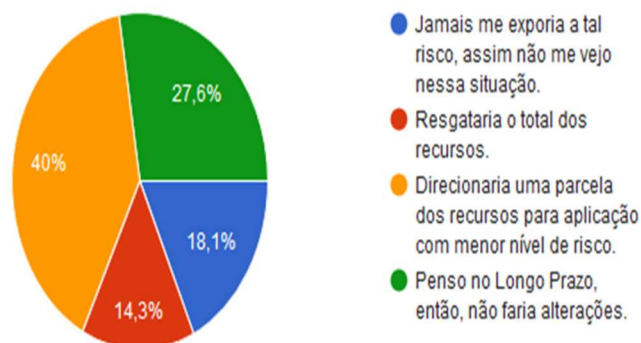
Gráfico 6 – Característica do investido em relação ao risco



Fonte: Autores

Outra questão abordou sobre a reação que o investidor teria, caso houvesse uma perda de 15% na aplicação, a maioria (40%) respondeu que direcionaria uma parcelada do investimento em aplicações de menor risco, sendo mais moderada. Mas, cerca de 27% informou que pensa no longo prazo e não faria alterações, os mais arrojados. Ainda, cerca de 18% informou que jamais se exporia a esse risco (conservadores).

Gráfico 7 – Propensão ao risco

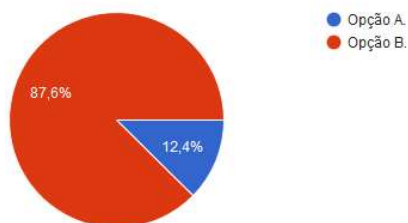


Fonte: Autores

Foram questionadas alternativas que foram ao encontro das teses definidas na teoria da perspectiva (ou prospecto) explorada neste trabalho, supondo duas opções, A e B, com opções de ganhar mais ou menos. Tal qual a teoria, quase 90% das respostas foram na alternativa que explorava, no campo dos ganhos, menor risco, sendo que a totalidade do grupo 1 respondeu esta alternativa

Opção A	Opção B
25% chances de ganhar R\$ 10.000 e 75% de chances de ganhar R\$ 0.	Certeza de ganhar R\$ 5.000

Gráfico 8 – Opções de aplicações em ativos



Fonte: Autores

A questão 11 pode dar mais respaldo ao perfil predominantemente conservador do brasileiro, pois 70% dos participantes escolheram a alternativa que preservaria o capital assumindo riscos baixos ou moderados, dentro desses 70% estavam a totalidade dos que participam do grupo 1 (conservadores), sendo que apenas 11% afirmou ser mais propenso a obter retornos altos em curto prazo e grande risco (arrojados).

Quando questionados sobre aplicações na Bolsa de Valores e observando várias quedas consecutivas, qual a ação que adotaria, 44,8% esperaria mais alguns dias para ver se o preço das ações reagiria (prováveis conservadores) ; cerca de 18% aguardaria 6 meses para tentar

recuperar o investimento; cerca de 16% compraria mais ações, aproveitando o preço baixo das ações (prováveis arrojadados) e cerca de 12% aguardaria mais de 6 meses

Esses mesmos atores, quando questionados sobre o tempo que estariam dispostos a manter um investimento, aproximadamente 40% do público manteria investimentos de no máximo 1 ano e 30% de 1 a 5 anos. O restante se dividiu entre o período de 6 a 10 anos.

Esses dados a respeito da escolha de alocação de capital e a aversão ou propensão ao risco, bem como a relação entre esses e o interesse e conhecimento financeiro do público refutam as hipóteses H4 (não existe relação entre o perfil de investidor e suas escolhas de investimentos) e H5 (não existe relação entre o perfil de investidor e a teoria de aversão à perda). pois como observado, o perfil de investidor não só tem relação com as escolhas das áreas de aplicação, como também indica qual o nível de propensão ou aversão ao risco do investidor, com relação a teoria do prospecto.

Pelo que foi constatado até então, com relação à realidade do mercado financeiro brasileiro nas áreas de renda fixa e variável, segundo os dados aqui analisados, o mercado brasileiro apresenta uma boa tendência para crescimento de participantes nessas áreas, principalmente na de renda variável, tanto pelo crescimento da educação financeira do público quanto pela percepção de rentabilidade moderada nas demais áreas.

Não obstante, tanto em relação ao perfil, que se mostra ainda bastante conservador, concentrando boa parte do público investindo nos ativos mais seguros como tesouro e poupança, ainda há muito a crescer na parte de educação financeira pelo brasileiro, crescimento este que está diretamente relacionado à participação das pessoas principalmente nas áreas de renda variável.

Para contrastar com o perfil majoritariamente conservador identificado, uma porcentagem na margem de 10-15 % das respostas indicaram um perfil bastante arrojado, onde aplicariam a totalidade do capital em ações e fundos DI formado por ativos de renda variável e possuindo objetivos mais curtos para essas aplicações, como rentabilidades maiores e de curto ou curtíssimo prazo.

5 Considerações Finais

O objetivo geral proposto pela pesquisa foi o de analisar a relação entre o perfil do investidor, a evolução dos depósitos do mercado de renda fixa e variável e a teoria da aversão à perda.

Verificou-se a evolução dos investimentos nas áreas de renda fixa e variável, o perfil dos investidores a propensão dos mesmos a investir considerando-se a realidade do mercado e a teoria da aversão à perda.

A pesquisa evidenciou que, apesar da crise financeira, aplicações como o Tesouro direto e Fundos de Investimentos continuaram a crescer e a conquistar adeptos no país. Já investimentos como a poupança, muito segura, porém pouco rentável, e as ações, muito voláteis e possivelmente rentáveis, perderam investidores.

No mesmo sentido, o estudo evidenciou que os fatores econômicos impactam nas decisões financeiras, pois, em épocas de crises os investidores tendem a ser mais cautelosos, bem como a diminuir os depósitos da poupança e aumento das retiradas, conforme pode ser observado no Gráfico 2, sendo a poupança o primeiro lugar que as famílias recorrem quando precisa de capital.

O perfil de investidor majoritário encontrado por este trabalho na amostra analisada foi de indivíduos jovens na faixa etária de 18 a 25 anos (39%), com pouco conhecimento do mercado financeiro, seguido da faixa etária entre 25 a 35 anos (38,1%), ansiosa pelo reconhecimento, crescimento profissional e razoavelmente propensa ao risco (Kahneman e Tversky, 1979), uma combinação perigosa e propensa a perda de capital, já que para obter-se sucesso no mundo dos investimentos é necessário conhecer as variáveis que o influenciam.

Assim, como observado no mercado financeiro, na pesquisa, os investimentos detentores da preferência dos entrevistados foram os títulos de renda fixa e de baixo risco representados pela poupança e títulos do governo quase 42% investiria neles (dados levantados pelo questionário e CVM Comportamental, 2015).

Um fato contraditório observado é que enquanto no mercado e na prática ocorre a retirada de capital na poupança, em momentos de crise, no estudo de campo, quase 37,5% dos indivíduos investiriam nela, isso pode ser explicado principalmente pela falta de conhecimento sobre o mercado de capitais. Outra explicação reside no fato de cerca de 90% dos pesquisados se enquadrarem no perfil de conservadores – avessos ao risco (Gráfico 8)- corroborando o viés de aversão ao risco, preconizados por Kahneman e Teverski (1979), afirmando que as pessoas tendem a ser avessas ao risco quando se trata de ganhos e propensão ao risco a fim de evitar ou compensar perdas - 62% dos pesquisados são propensos a ele a fim de evitar a perda.

Assim, percebe-se a relação do perfil de investidores em relação a aversão a perda e a teoria das finanças comportamentais, que não são opostas, mas sim complementares, pois, apesar das

decisões atreladas a investimentos serem tomadas com base na dicotomia risco-retorno, é necessário perceber que o investidor não é totalmente racional, sendo fundamental avaliar outros aspectos como os “atalhos mentais” e o conhecimento do mercado e das aplicações (KAHNEMAN E TEVERSKI, 1979).

Dessa forma, a pesquisa evidenciou que os investidores, em sua maioria, ainda são conservadores, mas há indícios, segundo dados da CVM (2017), Bovespa (2017), entre outros, de migração para um perfil mais moderado e arrojado, como a preferência por aplicações que são capazes de render um pouco acima da média de mercado e diversificar o risco como os fundos de investimentos e o Tesouro, notadamente em um cenário de tendência de juros baixos, inflação estável e pouca atratividade dos rendimentos na poupança.

Sugere-se, para pesquisas futuras, ampliar a amostra da pesquisa, levando-se em conta a regularidade e manutenção das taxas de juros em patamares mais civilizados, conforme tendência recente no Brasil, visando apurar a efetividade da migração nos investimentos, como retrocitado.

Referências Bibliográficas

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11. Ed. São Paulo: Atlas 2012.

ALMEIDA, André Luis; CUNHA, Daniel Pangracio Ahouagi. **Estudo do mercado brasileiro de renda fixa e o perfil de investidor brasileiro**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2017.

Banco central do Brasil. Disponível em http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/comp_evol.asp Acesso em março de 2017.

Banco Santander. Disponível em https://www.santander.com.br/portal/wps/gcm/package/asset_management/perfil_do_investidor_v7_92519.zip/index.html Acessado em novembro de 2017

BMF&F Bovespa. Disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb> Acesso em março de 2017.

BMF&F Bovespa. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/ Acesso em abril de 2017.

Bovespa Brasil. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total/ Acesso em maio de 2017.

CAVALCANTI, CAMILO Jr. **Mestrado em Economia na linha Finanças Quantitativas**. EESP-FGV. Janeiro de 2012.

Comissão de valores mobiliários (CVM). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst539.html>> Acesso em maio de 2017.

Comissão de valores mobiliários(CVM). Disponível em<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>> Acesso em maio de 2017.

CVM Comportamental, série, **Volume I: Vieses do Investidor**, 2015. Disponível em: <<http://pensologoinvesto.cvm.gov.br/http://www.investidor.gov.br>> Acesso em maio de 2017.

CVM Comportamental, série, **Volume** Entre esses vieses encontra-se a aversão à perda, em que, segundo Kahneman e Teverski (1979), as pessoas tendem a ser avessas ao risco quando se trata de ganhos e propensão ao risco a fim de evitar ou compensar perdas **II: Vieses do poupador**, 2016. Disponível em: <<http://pensologoinvesto.cvm.gov.br/http://www.investidor.gov.br>> Acesso em maio de 2017.

Comissão de Valores de Mobiliário, 2015, Série CVM Comportamental Volume 1. **Vieses do Investidor**, página 8.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (CVM). **Fundos de investimentos**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. 40p. (Cadernos CVM, 3) 1. Mercado de valores mobiliários. 2. Mercado financeiro. 3. Fundos de investimento. 4. Comissão de Valores Mobiliários. I. Título. CDU – 336.76.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. (CVM). **O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

Como investir. Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br/fundos/guia-de-fundos/o-que-e-uma-cota/paginas/default.aspx>> Acesso em maio de 2017.

Como investir. Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br/fundos/guia-de-fundos/quanto-custa-investir/paginas/default.aspx>> Acesso em maio de 2017.

Eu quero investir. Disponível em <<https://www.euqueroinvestir.com/fundos-de-credito-o-que-sao-e-quando-investir/> Juliano Custódio / 28 de abril de 2014> Acesso em maio de 2017.

Eu quero investir. Disponível em <<https://www.euqueroinvestir.com/investimentos-para-perfil-moderado/>> Acesso em agosto de 2017.

Eu quero investir. Disponível em <<https://www.euqueroinvestir.com/teste-de-perfil-suitability/perfil-conservador/>> Acesso em agosto de 2017.

Eu quero investir. Disponível em <<https://www.euqueroinvestir.com/teste-de-perfil-suitability/perfil-agressivo/>> Acesso em agosto de 2017.

FAMA, E. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. Journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FERREIRA, Aurélia Buarque de Holanda. **Minidicionário Aurélio de Língua Portuguesa**. 8º ed. Curitiba: Positiva, 2010. Páginas 397, 579 e 635.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). **Annual Report**. Rio de Janeiro: FGV, 2017

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 18. Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

G1. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/09/entenda-o-que-sao-fundos-de-pensao.html> 05/09/2016 09h16 - Atualizado em 05/09/2016 17h59> Acesso em maio de 2017.

G1. Disponível em < <http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2016/11/tesouro-direto-atinge-1-milhao-de-investidores-cadastrados-em-outubro.html>> Acesso em setembro de 2017.

G1. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2016/01/aos-155-anos-poupanca-vive-crise-e-perde-aplicacoes.html>> Acesso em Setembro de 2017.

Infomoney. Disponível em <<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/205302/diversificacao-diminuindo-exposicao-risco>> Acesso em maio de 2017.

KAHNEMAN, Daniel e TVERSKY, Amos. **Prospect Theory: an analysis of decision under risk**. 1979. *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), pp. 263-292. Disponível em <<http://links.jstor.org/sici?sici=00129682%28197903%2947%3A2%3C263%3APTAAOD%3E2.0.CO%3B2-3>> Acesso em março de 2017.

KAHNEMAN, Daniel e TVERSKY, Amos. **Prospect Theory: an analysis of decision under risk**. 1979. *Econometrica* (pre-1986); Mar 1979; 47, 2; ABI/INFORM Global pg. 26.

KAHNEMAN, Daniel e TVERSKY, Amos. **Judgment under uncertainty: Heuristics and biases** 1974. *Science, New Series*, Vol. 185, No. 4157. (Sep. 27, 1974), pp. 1124-1131. Disponível em <<http://links.jstor.org/sici?sici=00368075%2819740927%293%3A185%3A4157%3C1124%3AJUUHAB%3E2.0.CO%3B2-M>> Acesso em março de 2017.

KERR, Roberto Borges. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 1ª ed. São Paulo: Pearson, 2011.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução à Economia**. 5ª Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

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

The Utility of Wealth Harry Markowitz. *The Journal of Political Economy*, Vol. 60, No. 2. (Apr., 1952), pp. 151-158. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=00223808%28195204%2960%3A2%3C151%3ATUOW%3E2.0.CO%3B2-2>> Acesso em agosto de 2018.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de marketing**. São Paulo: Atlas, 2000.

Revista Exame Brasil: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/por-que-e-tao-dificil-poupar-m0048105/>> Acesso em abril de 2017.

Parmais. Disponível em <<https://www.parmais.com.br/blog/o-que-e-um-fundo-exclusivo/>>. Acesso em maio de 2017.

QI Financeiro. Disponível em <<http://qifinanceiro.com.br/tipos-de-fundos-de-renda-fixa-longo-prazo/>> Acesso em maio de 2017.

SHARP, W. F. **Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk.** Journal of Finance, v. 19, p. 425-442, 1964.

SANTOS, Antônio Raimundo dos. **Metodologia Científica: a Construção do Conhecimento.** 6. ed. Revisada. Rio de Janeiro. DP&A, 2014. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. Science, [S.l.: s.n.], jan. 1981.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 16. ed. São Paulo. Atlas. 2016

Tesouro Direto. Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>> Acesso em março de 2017.

Tesouro Direto. Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-entenda-cada-titulo-no-detalhe>> Acesso em março de 2017.

Tesouro Direto. Disponível em <<http://www.tesouro.gov.br/documents/10180/571088/Balan%C3%A7o+TD+-+Mar%C3%A7o+17/f7b44361-6745-45f1-bb35-45b19667a6a2>> Acesso em maio de 2017.

Tesouro Direto. Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/tesouro-direto-precos-e-taxas-dos-titulos>> acessado em março de 2017.