





# Planejamento Financeiro Pessoal: Conceitos e Aplicações no Cenário Brasileiro

Ivens Gasparotto Filho, CFA



CFA Society  
Brazil

Este documento foi patrocinado pela CFA Society Brazil, sendo publicado no interesse do intercâmbio de ideias.

O relatório é fornecido “tal como está”, sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando, as garantias implícitas de comercialização, a adequação a um propósito específico e a não violação de direitos de terceiros.

Este documento e as suas conclusões e recomendações são de natureza geral e não específica para o leitor, logo não constituem conselhos financeiros. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

A CFA Society Brazil (Patrocinadora) não é responsável por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. A Patrocinadora dispendeu esforço para garantir que as informações divulgadas neste documento estivessem corretas, mas não garante ou assume qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste documento.

A Patrocinadora pode usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas da Patrocinadora.

Também, as opiniões emitidas neste artigo são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo a opinião das instituições para as quais trabalham. Assim como eventuais erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade dos autores.

As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do documento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito da Patrocinadora.

Crédito capa: Freepik

Número ISBN: 978-85-94022-03-5

Agosto 2018

## Biografia

### **Ivens Gasparotto Filho, CFA**

Atua no mercado financeiro desde 2006 trabalhando diretamente com investidores pessoa física e planejamento financeiro pessoal. Estudou Gestão de Portfólios de Ativos na London Business School, é pós-graduado em Finanças e Mercado de Capitais pela FGV e formado em Administração pela Universidade de Brasília. Atualmente, é gerente de produtos (Vida e Previdência) na Guide Investimentos e Consultor de Valores Mobiliários na Guide Life Planejamento Financeiro. Foi por diversos anos Agente Autônomo de Investimentos e sócio da XP Investimentos.

O autor agradece as críticas e sugestões.

## Sumário Executivo

A amplitude do tema Planejamento Financeiro Pessoal pode confundir tanto os profissionais quanto os seus clientes. Um tema que varia desde a organização financeira, com receitas e despesas, passa por investimentos, proteções pessoais e familiares, planejamento tributário e pode chegar até questões sucessórias, exige, efetivamente, uma gama de conhecimentos muito grande por parte de quem quer trabalhar com o assunto.

Este trabalho busca delimitar as fases que compõem o planejamento financeiro pessoal, discutir seus objetivos indo além da alocação de ativos e montagem de carteiras. Propõem-se que a alocação de investimentos é apenas uma das partes do planejamento financeiro pessoal, sendo as demais tão importantes quanto essa. Discute-se a forma como a identificação de perfil de tolerância ao risco é feita hoje em dia, como os resultados são apresentados aos clientes e verifica-se os motivos pelos quais a metodologia Goal-based Investing se apresenta como uma forma muito adequada de se tratar as alocações patrimoniais dentro do contexto do planejamento financeiro pessoal.

Faz-se isto dentro do contexto brasileiro, trazendo-se exemplos e números relativos à realidade nacional, mostrando-se inclusive a urgência de se difundir a cultura do planejamento financeiro bem como a importância de se contar com apoio profissional durante as fases de seu processo.



# Índice

<b>1. Introdução.....</b>	<b>11</b>
<b>2. Planejamento financeiro pessoal.....</b>	<b>14</b>
2.1. O processo do Planejamento Financeiro .....	15
<b>3. As fases do ciclo de vida financeiro.....</b>	<b>20</b>
3.1. Capital Humano e Capital Financeiro .....	20
3.2. Transformando Capital Humano em Capital Financeiro: uma abordagem prática.....	22
3.3. Protegendo o Capital Humano com seguros .....	25
<b>4. Planejamento na Prática: Política de Investimentos para o investidor individual .....</b>	<b>28</b>
4.1. A importância de conhecer o investidor .....	29
4.1.1. Definindo e lidando o perfil de risco de um investidor individual.....	32
4.2. Diferença entre Planejamento Financeiro, Alocação de Recursos e Seleção de Ativos.....	33
4.3. Carteiras individuais de investimentos e a dificuldade em se bater o mercado 35	
4.3.1. Dificuldade em definir o benchmark adequado ao investidor individual.....	36
4.4. Como a busca incessante por rentabilidade pode prejudicar investidores e planejadores financeiros .....	38
4.5. Goal-based Investing: uma alternativa? .....	39
<b>5. A importância do planejamento financeiro pessoal no cenário brasileiro.....</b>	<b>46</b>
5.1. Taxas de juros mais baixas: Porque poupar se torna cada vez mais importante? .	
.....	46
5.2. Falência da Previdência Pública .....	49
5.3. Como o perfil conservador do brasileiro pode influenciar no atingimento de seus objetivos financeiros .....	50
<b>6. A importância de um Planejador Financeiro.....</b>	<b>53</b>
6.1 Os benefícios de se trabalhar com um Planejador Financeiro .....	54
<b>7. Conclusão .....</b>	<b>60</b>
<b>8. Referências bibliográficas .....</b>	<b>62</b>



# 1. Introdução

O conceito de planejamento financeiro pessoal é amplo e pode até mesmo variar de acordo com o interlocutor. Começa com a organização financeira familiar, se fundamenta na definição dos objetivos individuais ou familiares e culmina na seleção de ativos e instrumentos financeiros para se atingir tais objetivos. Três passos aparentemente simples.

Pesquisas sobre os hábitos brasileiros em relação ao dinheiro costumam trazer dados um tanto quanto contraditórios. Se por um lado as pessoas entendem a importância da organização financeira e do uso de informações numéricas para sua vida financeira diária, boa parte assume não fazer tal exercício com frequência ou, mais ainda, admitem não gostar de gastar tempo fazendo tais controles. Outros nem mesmo discutem tal tema em família <sup>[1, 2, 3 e 4]</sup>.

Este, no entanto, parece ser um padrão não apenas do brasileiro. Em palestra ministrada em 2012<sup>[10]</sup>, o professor Robert C. Merton afirma, ao contrário do senso comum, que não se deve forçar a educação financeira, pois além do fato das pessoas não quererem aprender, elas geralmente não gostam de lidar com suas finanças pessoais. Afirmação em linha com as pesquisas feitas aqui no Brasil.

Um ponto que parece afastar as pessoas da elaboração de um plano financeiro é a quantidade de assuntos que devem ser abordados e questionamentos que devem ser feitos para que se tenha um planejamento efetivo e adequado à realidade pessoal. O planejamento financeiro pessoal passa pelo entendimento da realidade financeira, dos objetivos futuros e de aspectos comportamentais e psicológicos que vão influenciar a reação do indivíduo em relação ao retorno de seus investimentos ou contratemplos financeiros que, de uma forma ou de outra, aparecem ao longo das vidas de todos.

Aqueles três passos simples indicados no primeiro parágrafo desta introdução podem levar o indivíduo a temas diversos, mesmo que ele nem mesmo saiba estar trafegando por tais áreas. Temas como capital humano, capital financeiro, seguros, capacidade e propensão ao risco, política de investimentos, benchmark, alocação estratégica, otimização de carteira, seleção de ativos, crédito, decisão de moradia, planejamento sucessório, entre diversos outros podem ser abordados em um plano financeiro.

Esta miríade de temas leva à afirmação de que o escopo de um planejamento financeiro pessoal depende do interlocutor. A depender dos interesses e forma de trabalho do profissional que ajudará o cliente nesta jornada algum dos temas acima pode receber maior ou menor atenção.

Atualmente, no país, percebe-se uma série de profissionais diferentes abordando seus clientes com o discurso de planejamento financeiro. Mais destacadamente veem-se gerentes e consultores de investimentos de bancos, agentes autônomos de investimentos, consultores de investimentos e corretores de seguros atuando desta forma e realizando, de uma forma ou de outra, o trabalho de planejadores financeiros.

Iniciativas como as capitaneadas no Brasil pela Planejar – Associação Brasileira de Planejadores Financeiros– e, globalmente, pela FPSB – Financial Planning Standard Board – disseminam a importância e os benefícios do processo de planejamento financeiro, além de incentivar os planejadores financeiros a buscarem padrões elevados de profissionalismo. Estratégias como essa buscam também o reconhecimento do planejamento financeiro como uma prática profissional distinta e valorizada<sup>[7, 8]</sup>. Destaca-se também, em um âmbito mais geral, o trabalho realizado pelo CFA Institute de elevar os padrões éticos da indústria de investimentos como um todo<sup>[9]</sup>, impactando, sem dúvida alguma o âmbito do planejamento financeiro.

Em meio a tantos assuntos e à oferta de soluções financeiras que cresce a passos largos no Brasil, o poupador/investidor pode se deparar com as seguintes dúvidas: por que fazer um planejamento financeiro? Vale a pena contratar um profissional para me auxiliar? Qual deve ser o foco deste planejamento?

São estas perguntas que se busca responder neste artigo. Nos capítulos 2 e 3 é revisada a bibliografia para definir conceitos sobre o processo de planejamento financeiro e a importância de se formular um plano financeiro para investidores individuais levando em consideração os diversos ciclos da vida financeira e os instrumentos adequados para cada uma destas fases, não se restringindo apenas à montagem de uma carteira de investimentos.

No capítulo 4, é proposta a utilização do conceito de Política de Investimentos (IPS) para todos os níveis de investidores. Neste capítulo é colocada sob uma ótica diferente a proposição de objetivos de risco e retorno para investidores individuais. São repensados os modelos de

definição de perfil de investidor e abordada a importância de se entender o investidor como um indivíduo que também é afetado por emoções ao longo deste processo. A discussão sobre a diferença entre planejamento financeiro, alocação e seleção de ativos é levantada como ponto de grande relevância uma vez que se observa um foco muito grande na seleção de ativos por partes de investidores novatos em detrimento das outras duas etapas.

Finalizando o capítulo 4, discute-se como o culto aos benchmarks e a ideia de se “bater o mercado” podem atrapalhar o investidor individual. Mais ainda, demonstra-se a dificuldade de se definir um benchmark válido para o investidor individual. A teoria *Goal-based Investing*, que coloca o atingimento dos objetivos dos clientes no centro da mensuração do sucesso de uma estratégia de investimentos, é apontada como uma alternativa válida para o processo de planejamento financeiro.

No capítulo 5 é abordada a importância do planejamento financeiro no cenário brasileiro atual, a saber, cenário de iminente falência da Previdência Social e taxas de juros nos menores patamares históricos.

Concluindo este trabalho, no capítulo 6, é discutida a importância da figura do planejador financeiro profissional, o real valor que este profissional pode agregar aos seus clientes e como esta profissão vem se desenvolvendo no Brasil.

Com este trabalho se pretende trazer à tona a discussão sobre o planejamento financeiro pessoal como um conceito mais amplo. Conceito este que pela sua aplicabilidade na vida de todo e qualquer indivíduo deveria ser muito mais discutido e estudado tanto por participantes da indústria financeira quanto no meio acadêmico.

## 2. Planejamento financeiro pessoal

O conceito de planejamento financeiro pessoal é amplo. Encontrar bibliografia específica sobre o assunto, à exceção de livros de autoajuda financeira, é uma tarefa um tanto quanto difícil. Os trabalhos acadêmicos se concentram mais na discussão do tema *Private Wealth Management*, tema este mais comumente associado à gestão de grandes fortunas.

Entende-se aqui que o termo planejamento financeiro pessoal se confunde com Wealth Management ou Private Wealth Management. Mais ainda, são complementares. A ideia de um planejamento financeiro pessoal apenas relacionado ao orçamento doméstico ou situação patrimonial (ativos e passivos) é muito restrita. Por outro, a ideia uma gestão de patrimônio ou wealth management apenas focada em investimentos também é ultrapassada e o processo é cada vez mais entendido como algo mais amplo englobando diversos outros itens.

Além disso, percebe-se que as instituições financeiras utilizam cada vez mais conceitos de *Private Wealth Management* junto à sua base de clientes de varejo. Esta democratização de técnicas e conceitos, antes exclusivos aos clientes conhecidos como *Ultra High Net Worth*, se deve às facilidades trazidas pelo uso da tecnologia no setor financeiro e, em especial, ao advento das Fintechs.

Evensky et al.(2011) descrevem a profissão de wealth manager como aquela desempenhada por um profissional que, de forma holística e individualmente customizada, auxilia seus clientes a atingir objetivos de vida por meio da apropriada administração de seus recursos financeiros. Para isto, esse profissional elabora um plano específico para o cliente se preocupando com a coleta de informações; definição de objetivos; identificação de questões financeiras e não financeiras; preparação de alternativas; recomendações; implementação e monitoramento e revisões periódicas deste plano.<sup>[12]</sup> Conforme se demonstrará na sequência desta seção, esta definição serve para descrever perfeitamente aquelas atividades desempenhadas pelos profissionais acreditados como planejadores financeiros pela FPSB – Financial Planning Standard Board.

Por estes motivos, para descrever o processo de planejamento financeiro, também serão utilizados conceitos normalmente utilizados para descrever o processo de *Private Wealth Management*, já que se os mesmos ainda não são usados na maioria dos planejamentos financeiros, muito em breve serão.

## 2.1. O processo do Planejamento Financeiro

De acordo com a FPSB (Financial Planning Standard Board)<sup>[6]</sup> o processo de planejamento financeiro é composto de seis etapas. Este processo é um ciclo contínuo, conforme demonstrado na **Figura 1**.

1. Definir e estabelecer o relacionamento com cliente;
2. Coleta das informações do cliente;
3. Análise e avaliação da situação financeira do cliente;
4. Desenvolvimento das recomendações e apresentação ao cliente;
5. Implementação das recomendações;
6. Revisão da situação do cliente.

**Figura 1.** O Processo do Planejamento Financeiro



Fonte: adaptado de <https://www.fpsb.org/about-financial-planning/financial-planning-process/>

De forma sucinta são abordados os seguintes aspectos em cada uma das fases propostas pela FPSB<sup>[6]</sup>:

**Definir e estabelecer o relacionamento com cliente:** informa-se ao cliente sobre o processo de planejamento financeiro e as competências e experiência do profissional que o auxiliará neste processo, incluindo, os serviços que serão ofertados e potenciais conflitos de interesses. Com bases nestas informações, cliente e profissional decidem se os serviços ofertados

e as competências do profissional atenderão aos objetivos do cliente. O profissional descreve, por escrito, o escopo do relacionamento antes de começar o processo de planejamento financeiro. Este documento formal deve ser assinado pelas duas partes e devem constar nele suas respectivas responsabilidades, os termos do relacionamento, remuneração e conflitos de interesse e as regras para término do contrato.

**Coleta das informações do cliente:** nesta etapa são coletadas as informações do cliente a fim de se identificar seus objetivos pessoais e financeiros, suas necessidades e prioridades. Devem ser coletados documentos, informações qualitativas e quantitativas. O profissional deve coletar informações e documentos relevantes antes de fazer e/ou implementar qualquer recomendação.

**Análise e avaliação da situação financeira do cliente:** o profissional analisa as informações coletadas para ganhar um maior entendimento da situação financeira do cliente. Em seguida, é feita a avaliação dos pontos positivos e negativos da atual situação do cliente e, posteriormente, compara-se estes pontos com os objetivos, necessidades e prioridades do cliente.

**Desenvolvimento das recomendações e apresentação ao cliente:** o primeiro passo desta etapa é a identificação e avaliação de diferentes estratégias de planejamento financeiro com o objetivo de encontrar aquela que melhor se adequa aos objetivos, necessidades e prioridades do cliente. Então, o profissional prepara o desenvolvimento das recomendações baseado na estratégia selecionada a fim de atender razoavelmente os objetivos, necessidades e prioridades estabelecidas pelo cliente. Finalmente, o profissional apresenta as recomendações ao cliente, assim como o racional utilizado, para que o cliente tome uma decisão informada.

No momento da apresentação, o profissional ajuda o cliente a entender sua situação financeira atual, as premissas que levou em conta na elaboração do planejamento, os riscos das estratégias adotadas e o provável impacto das recomendações no atingimento dos objetivos do cliente. São apontados possíveis conflitos de interesse que ainda não tenham sido informados e seu impacto nas recomendações feitas. O profissional deve avaliar se as recomendações foram ao encontro das expectativas dos clientes, se o cliente está disposto a coloca-las em prática e se modificações são necessárias.

**Implementação das recomendações:** o processo do planejamento financeiro não termina nas recomendações. A implementação das recomendações pode ser feita pelo profissional de planejamento financeiro caso ele e seu cliente concordem que as responsabilidades

desta implementação fazem parte do escopo de seu relacionamento, que o cliente aceita as recomendações feitas e o profissional tenha habilidade de implementar tais recomendações. O profissional pode, então, identificar e apresentar os produtos e serviços consistentes com as recomendações aceitas pelo cliente. Caso novos conflitos de interesse surjam destas indicações, os mesmos devem ser informados ao cliente.

**Revisão da situação do cliente:** o planejamento financeiro é um processo dinâmico que requer revisões sejam por conta de mudanças na situação pessoal do cliente, da economia ou outras condições. Nesta fase, cliente e planejador acordam os termos para monitoramento e revisão dos diversos itens do planejamento financeiro. O principal objetivo deste monitoramento é verificar o progresso que o cliente está fazendo em relação ao atingimento dos objetivos definidos, cabendo também determinar se as recomendações feitas ainda são apropriadas e fazer correções, se necessário.

Percebe-se, então, que o processo de planejamento financeiro pessoal é um processo que, além de dinâmico, é centrado nos objetivos do cliente. As etapas do planejamento financeiro que devem ser percorridas quando elaborado por um profissional deixam isso bem claro. O foco do processo é o entendimento das necessidades e objetivos do cliente. Somente após este importante passo é que pode se fazer recomendações de estratégias ou produtos adequados à realidade de um indivíduo.

O Processo de *Private Wealth Management*, segundo Jennings, Horan e Reichenstein (2010), é a especialização na gestão de investimentos focada em clientes de alta renda. Este processo denota uma relação intensamente pessoal e consultiva por parte dos gestores para com seus clientes, abordando, entre outros pontos, tanto a gestão dos investimentos quanto um intenso processo de planejamento financeiro pessoal <sup>[11]</sup>.

O processo, apesar de ser centrado nos investimentos, considera a vida financeira do cliente como um todo, de forma integrada. O processo envolve desde a avaliação de ativos e passivos até aspectos comportamentais, por exemplo. A Figura 2 representa bem a amplitude do processo.

**Figura 2** – Private Wealth Management

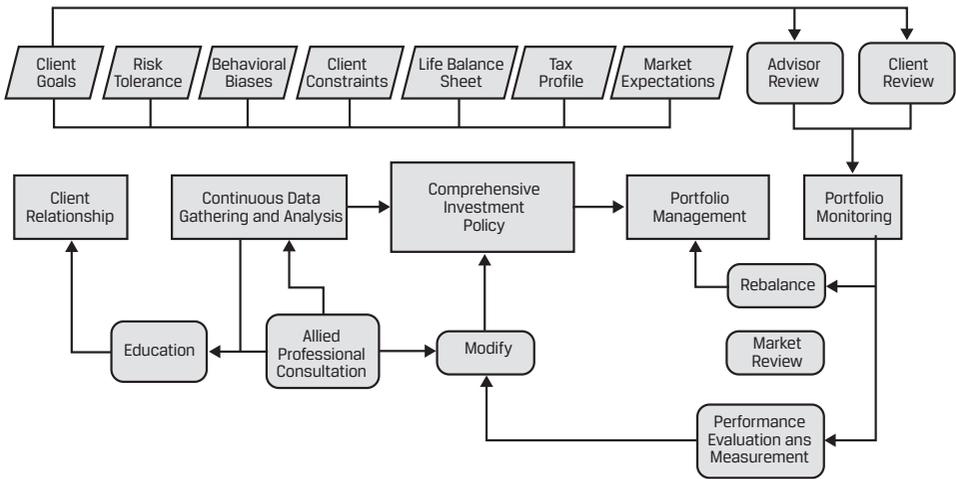
Fonte: JENNINGS et al. (2010). Private Wealth Management: A review (p.2)

Evensky, Horan e Robinson (2011) organizam este processo de forma muito similar àquela proposta pela FPSB, apontando quatro categorias gerais e inter-relacionadas, porém com um maior foco em investimentos, a saber:

1. Relacionamento com o cliente;
2. Entendimento amplo do perfil do cliente;
3. Política de investimentos;
4. Gestão do portfólio, monitoramento e revisão.

Os autores apresentam ainda uma série de elementos importantes para o processo de investimentos no âmbito da gestão patrimonial. Analisando estes elementos, apresentados na Figura 3, percebemos o grau de complexidade e detalhamento que permeiam o planejamento financeiro pessoal.

**Figura 3 – Private Wealth Management**



Fonte: EVENSKY et al.(2011). The New Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Managing and Investing Client Assets (p.2)

Neste esquema vemos itens tradicionalmente relacionados com o planejamento financeiro pessoal, como o balanço patrimonial pessoal, questões tributárias e educação financeira. Além disso, os autores apontam que é importante reconhecer que este processo independe do nível de riqueza do cliente. Denotando cada vez mais que tanto a academia quanto a indústria financeira entende que uma abordagem integral, ou holística, da vida financeira dos indivíduos é o caminho para uma maior satisfação dos clientes, uma vez que esta resultará em uma maior probabilidade de atingimento de seus objetivos de vida. O objetivo final do planejamento financeiro.

Tradicionalmente, este processo não foi apresentado aos clientes de varejo com a premissa de que não era economicamente viável. Sironi (2016), no entanto, diz que à medida que a digitalização se torna imprescindível, a tecnologia atual nos permite dar um passo significativo a fim de institucionalizar e tornar economicamente viável, tanto para boutiques de investimentos quanto para instituições de varejo, esta relação antes exclusiva aos *private banks*. Por meio da tecnologia, diz o autor, os robô-advisors conseguiram adotar princípios do *Goal-based Investing* e de finanças comportamentais como forma de engajar os clientes e personalizar sua relação com os investimentos<sup>[13]</sup>. Desta forma, uma visão holística de planejamento tende a se tornar cada vez mais acessível aos investidores em geral e não algo exclusivo dos clientes de alta ou altíssima renda.

### 3. As fases do ciclo de vida financeiro

Ainda pensando no conceito amplo do planejamento financeiro é importante reconhecermos as diferentes fases do ciclo de vida financeiro para, então, entendermos como diferentes produtos financeiros, que vão além dos investimentos, podem compor um planejamento financeiro completo. Entram neste conceito produtos como seguros, previdências privadas, consórcios, entre outros.

Mais do que recomendar ou discutir produtos específicos, a ideia desta seção é apontar que o escopo de um planejamento financeiro pessoal, vai além dos investimentos em valores mobiliários. O planejamento financeiro também deve levar em conta os riscos inerentes à vida de uma pessoa, seja o risco de uma morte prematura ou evento que diminua ou cesse a capacidade do indivíduo de gerar renda, seja o risco de longevidade, isto é, viver além da duração de seu patrimônio.

Há ainda uma fase do ciclo que pode ir além da vida de um indivíduo, sendo o tema central do planejamento sucessório. Com diversos Estados da Federação tendo aumentado suas alíquotas de ITCMD – Imposto de Transmissão Causa Mortis e Doação – para o limite definido pelo Senado Federal de 8%, aumenta também a preocupação das pessoas em não ter seu patrimônio dilapidado ou bloqueado no momento da transmissão por falta de liquidez dos herdeiros para custearem o pagamento deste imposto e demais custos atrelados ao processo.

Para iniciar esta discussão, define-se rapidamente os conceitos centrais deste capítulo: Capital Humano e Capital Financeiro.

#### 3.1. Capital Humano e Capital Financeiro

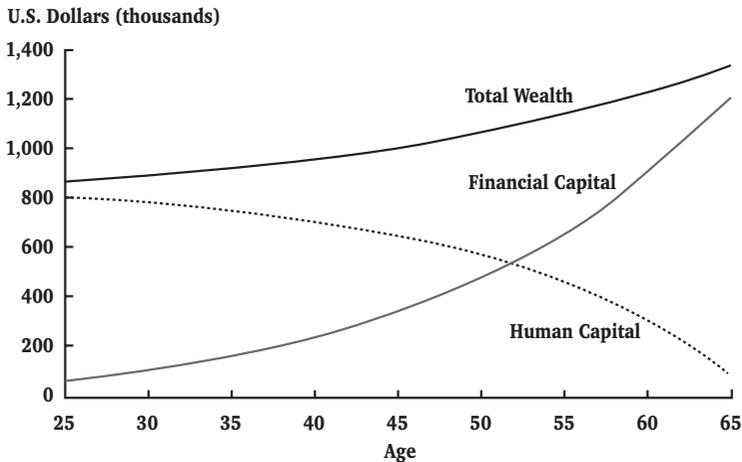
Ibbotson et al. (2007) definem capital humano como “o valor presente econômico da renda futura de um investidor advinda de seu trabalho<sup>1</sup>”. Os autores propõem que o capital humano deve ser tratado como uma classe de ativo e que, mesmo não sendo um ativo negociável, o Capital Humano é, normalmente, o maior ativo que um investidor possui. Isso é, em especial, verdade para investidores mais novos, no início de sua carreira profissional, já que possuem muitos anos de trabalho pela frente. Há grande evidência que uma das melhores formas de se aumentar o capital humano é por meio da educação.

---

1 Human capital is defined as the economic present value of an investor’s future labor income. Ibbotson et al. 2007, p. 13.

O Capital Financeiro é autoexplicativo, trata-se do capital acumulado pelo investidor ao longo de sua vida. Conseqüentemente, a Riqueza Total é a soma de Capital Humano e Capital Financeiro. A Figura 4 ilustra muito bem essa relação.

**Figura 4** – Capital Financeiro esperado, Capital Humano e Riqueza Total durante o Ciclo de Vida com Alocação de Ativos Ótima



Fonte: Ibbotson et al. (2007) Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance. CFA Institute Research Foundation (p. 20)

O entendimento deste simples gráfico de três linhas pode fazer uma grande diferença na vida das pessoas. Esta ilustração deixa muito clara a importância da poupança e de se preservar e investir em seu Capital Humano.

É importante que o planejador financeiro conheça características de risco e retorno do Capital Humano como, por exemplo, a volatilidade de salários, e utilize esta informação no momento da alocação de carteira de seus clientes, uma vez que, como se vê, o Capital Humano é o maior ativo de uma pessoa por boa parte de sua vida.

## 3.2. Transformando Capital Humano em Capital Financeiro: uma abordagem prática

A Figura 4, apresentada anteriormente, assume que, ao longo de sua vida, o indivíduo terá um crescimento exponencial de seu Capital Financeiro a fim de suprir o Capital Humano, que vai se esvaindo ao longo deste tempo, durante a aposentadoria. Tanto investidores quanto profissionais de investimentos devem entender que o Capital Humano é a fonte primária do Capital Financeiro. Sem a utilização da renda advinda do Capital Humano, o indivíduo fica sujeito à sorte (loterias) ou à eventual herança, por exemplo, para formar seu Capital Financeiro. Além disso, o entendimento de que o Capital Humano é finito e decrescente gera um senso de urgência natural que incentiva a pessoa a buscar uma solução para esta situação. O maior risco desta situação é o risco de longevidade e o principal hedge é transformar o Capital Humano em Capital Financeiro.

Para efetivar tal transformação, o indivíduo precisa poupar parte do Capital Humano recebido em forma de renda. Não há alternativa. Seja de forma forçada ou disciplinada, seja mensalmente ou de forma mais esporádica, em algum momento o indivíduo precisa abordar esta situação.

Notadamente, no Brasil, como forma de poupança forçada temos tanto a Previdência Social, que é descontada, obrigatoriamente, de todo empregado com carteira assinada<sup>[19]</sup> e o FGTS - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço[20]. Este último, mesmo que pago pelo empregador, pode ser considerada uma forma de poupança forçada, uma vez que o recurso é destinado ao empregado e depositado em conta vinculada, acessível mediante condições predeterminadas.

Apesar de fontes importantes de recursos para a aposentadoria de seus contribuintes, o modelo de Previdência Social, tanto no Brasil quanto ao redor do mundo vem tendo sua sustentabilidade questionada, como será discutido mais adiante. Com isso em mente, cabe aqui a discussão de outras formas de se conseguir fazer com que as pessoas efetivamente executem a acumulação financeira ao longo de suas vidas.

Desta forma, o planejamento financeiro se faz tão importante. Quando se entende a fundo o indivíduo, seus objetivos, restrições e situação financeira, por exemplo, é possível elaborar um plano adequado àquela realidade, aumentando-se, desta forma, o engajamento. Conforme se proporá na sequência deste trabalho, o plano não deve estar centrado apenas nos investimentos em ativos mobiliários, mas deve incluir também outros produtos financeiros a fim de proteger riscos e/ou facilitar a implementação

de algum tipo de poupança, evitando que traços individuais atrapalhem a execução do plano.

Nesta linha, a utilização de instrumentos como a Previdência Complementar Aberta, ou Previdência Privada, é muito importante. Este instrumento possui benefícios tangíveis, como a possibilidade de diferimento do Imposto de Renda, para planos PGDL, e alíquotas de impostos diferenciadas e ausência do imposto come-cotas, tanto para planos PGDL quanto VGDL. Pode ainda ser utilizada como instrumento de planejamento sucessório e, também, abre a possibilidade ao seu contratante de optar por recebimento de renda ao invés de administrar parte de seus recursos durante a aposentadoria, transferindo esta responsabilidade à seguradora.

Ibbotson et al. (2007) lembram que não há como saber quanto tempo durará a aposentadoria, então, como o risco de longevidade é muito presente nesta fase, uma forma de se proteger é por meio da contratação de um produto financeiro que garanta uma renda vitalícia ao indivíduo, no caso brasileiro, este produto é a Previdência Privada.

Além disso, a contratação de renda durante a aposentadoria, mesmo que seja utilizada apenas parte do patrimônio constituído ao longo da vida, protege o indivíduo do risco advindo da diminuição da cognição humana decorrente do envelhecimento e que prejudica suas habilidades como investidor. Korniotis e Kumar (2009) verificaram que, apesar de os indivíduos melhorarem suas habilidades como investidores conforme envelhecem e se tornam mais experientes, há forte evidência de piora rápida destas habilidades por volta dos 70 anos de idade, decorrente do envelhecimento<sup>[21]</sup>. Os autores sugerem a contratação de um profissional de investimentos ou uma migração para investimentos passivos como forma de se diminuir os efeitos deste fato.

A automatização dos investimentos é outra ferramenta importante no processo de transformação de Capital Humano em Capital Financeiro. Colocar parte da poupança mensal em algum tipo de cobrança automática, que independa da vontade do investidor para que a mesma seja feita, pode ser uma boa solução para aqueles mais indisciplinados. Mesmo que haja um momento de adesão ao produto, *opt-in*, o fato das contribuições seguintes somente serem suspensas em caso de aviso expresso do investidor, ou seja *opt-out*, aumentam as chances de os investidores conseguirem realizar estes aportes ao longo de vários anos.

Thaler e Benartzi (2004) lembram que planos de adesão automática possuem baixo índice de desistência, ponto positivo para a argumentação a favor da automatização da poupança mensal, porém é comum observar que a mesma inércia que favorece as aplicações também impede que o investidor aumente seus aportes a fim de atingir seus objetivos, acabando com montantes abaixo daqueles necessários. Os autores inclusive indicam um programa bastante interessante chamado *Save More Tomorrow*<sup>[22]</sup> para que as pessoas se comprometam, hoje, a poupar mais no futuro, apostando no conceito de desconto hiperbólico, ou seja, um indivíduo tem mais facilidade em abrir mão de uma renda futura do que de sua renda atual. De qualquer maneira, esta citação serve para mostrar que não há solução única para o complexo quebra-cabeças da vida financeira dos indivíduos e algum tipo de envolvimento por parte dos clientes será sempre necessário.

Este trabalho, porém, não se dedica apenas a promover o uso da Previdência Privada como a única ou melhor forma de acumulação patrimonial de longo prazo. Reconhece-se, sem dúvida alguma, que a montagem de uma carteira de investimentos bem diversificada tanto em termo de classes de ativos quanto de diferentes tipos de produtos financeiros, aliada aos ativos físicos, é a maneira mais adequada de se compor o patrimônio para aposentadoria. Os temas investimentos e montagem de carteiras serão discutidos no próximo capítulo.

Assim como no caso da Previdência Privada, há outros produtos financeiros que podem ser utilizados a fim de auxiliar o cliente a atingir seus objetivos de acumulação patrimonial, podemos citar consórcios, financiamentos e, até mesmo em casos bem específicos, a tão combatida capitalização. O planejador financeiro tem que ter sua mente aberta para buscar aquela solução que vá atender aos objetivos do cliente, seu perfil de risco e sua capacidade financeira atual, mesmo que, num primeiro momento, esta não pareça ser a solução ótima do ponto de vista acadêmico. O planejamento financeiro deve ser prático e não romântico, executado e não relegado ao mundo das ideias, desde que, claro, respeitado os limites da relação fiduciária que deve haver entre clientes e profissionais do mercado financeiro.

### 3.3 Protegendo o Capital Humano com seguros

Como visto, mitiga-se o risco de longevidade por meio da poupança mensal e da contratação de fluxo de renda vitalícia. Existem, porém, ainda dois grandes riscos que devem também ser cobertos: risco de morte prematura e o risco da perda de renda.

Tamanha importância desta proteção é descrita com ênfase por Ibbotson et al. (2007):

“Como o Capital Humano é, frequentemente, o maior ativo financeiro de um investidor, protegê-lo de potenciais riscos deveria ser, também, uma parte do aconselhamento financeiro. Um aspecto único do Capital Humano de um investidor é o risco de mortalidade – a perda do Capital Humano para a família no evento de morte prematura do trabalhador. **Esta perda do Capital Humano pode ter um impacto devastante no bem-estar financeiro familiar.**” (Ibbotson et al., 2007, p. 7, tradução nossa, grifo nosso)<sup>2</sup>.

Esta passagem mostra muito bem o aspecto humano do planejamento financeiro. Um planejador financeiro não pode ser alguém que entende seu cliente apenas como um número ou uma carteira de investimentos. É importante, sim, a análise e o conhecimento analítico, porém, quando se elabora um plano financeiro, vai-se além dos números e da indicação de produtos financeiros. Em sua essência, o planejamento financeiro é uma importante ferramenta de proteção pessoal e familiar. Deste modo, o aconselhamento financeiro deve versar sobre proteções para imprevistos e não pode ser pautado apenas por soluções de investimentos.

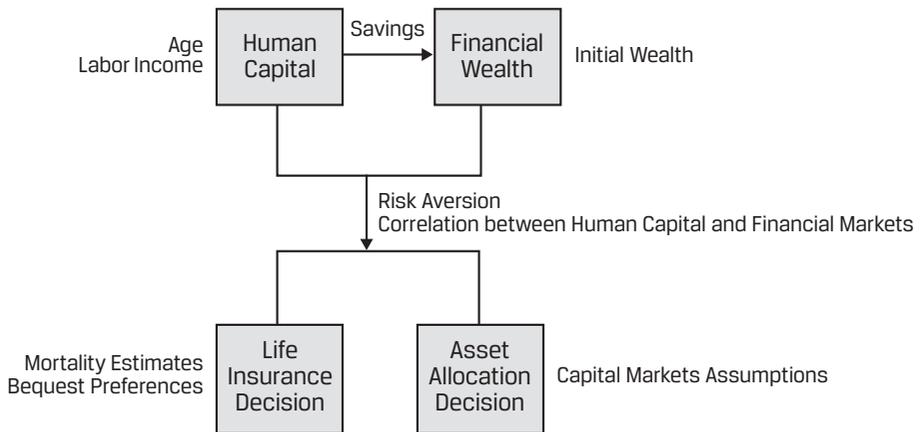
A maneira de se proteger o Capital Humano da morte prematura é por meio da contratação de seguro de vida. Ibbotson et al. (2007) ressaltam que o seguro de vida é o hedge perfeito para este evento, uma vez que um seguro de vida a termo tem correlação perfeitamente negativa com o capital humano.

Entretanto, vale ressaltar que diversos indivíduos têm pretensão, não apenas de proteger seu Capital Humano, mas também de transferir seu patrimônio de forma financeiramente eficiente após sua morte, neste caso, seguros vitalícios são indicados como a ferramenta mais adequada. Com o aumento dos impostos de transmissão no país, este objetivo é cada vez mais aparente nos planejamentos financeiros de clientes com maior patrimônio acumulado.

<sup>2</sup> Because human capital is often the biggest asset an investor has, protecting human capital from potential risks should also be part of overall investment advice. A unique risk aspect of an investor’s human capital is mortality risk—the loss of human capital to the household in the unfortunate event of premature death of the worker. This loss of human capital can have a devastating impact on the financial well-being of a family”.

A Figura 5 ilustra uma forma integrada da relação entre Capital Humano, alocação de ativos e seguro de vida. Este esquema resume bem tudo que foi dito aqui, neste capítulo. Apresenta a transformação de Capital Humano em Capital Financeiro por meio da poupança, mostra que as características do Capital Humano influenciam na Alocação de Ativos e que o seguro de vida é elemento fundamental neste contexto, servindo tanto de hedge para o Capital Humano quanto como ferramenta de planejamento sucessório.

**Figura 5** - Relação entre Capital Humano, alocação de ativos e seguro de vida



Fonte: Ibbotson et al. (2007) Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance. CFA Institute Research Foundation (p. 29)

No próximo capítulo será discutido como se colocar este esquema na prática, quais as nuances de diversos destes itens e se proporá uma versão estendida deste processo, levando em conta os diferentes objetivos do indivíduo.

Para finalizar este capítulo é importante trazer à tona a discussão sobre a baixa penetração dos seguros de pessoas no Brasil. Os números sobre a quantidade de pessoas com seguro de vida no país variam muito, alguns estudos falam em 9% da população<sup>[24]</sup>, outros chegam a 19%<sup>[25]</sup>. De qualquer maneira, números baixos se pensarmos na importância no planejamento financeiro pessoal e familiar.

Estas pesquisas, no entanto, se parecem ao demonstrarem que entre os principais motivos para baixa adesão aos seguros está o desconhecimento e respeito do produto. Ensinar para a população sobre características básicas de seguros, regimes financeiros (repartição simples, repartição de capitais e cobertura, e capitalização) e tipos de cobertura por sobrevivência pode ser um tanto quanto desafiador.

Por esse motivo, deve se educar, em um primeiro momento, os planejadores financeiros e profissionais de investimentos sobre este tema e a sua importância no contexto do ciclo de vida financeiro. Assim, estes profissionais poderão oferecer de forma mais regular tais produtos para seus clientes, fazendo, então, as vezes de educadores financeiros.

## 4. Planejamento na Prática: Política de Investimentos para o investidor individual

O termo Política de Investimentos ou Investment Policy Statement (IPS) é quase sempre associado a investidores institucionais. Não é para menos, pois trata-se de exigência regulatória em diversos casos. A ideia de uma política de investimentos escrita para investidores individuais é, normalmente, vinculada aos investidores de maior patrimônio financeiro. Raramente se faz ou se cogita fazer tal documento para um pequeno investidor, mesmo sendo a Política de Investimentos passo fundamental dentro do planejamento financeiro.

Um política de investimentos elaborada de forma apropriada é “um documento escrito que define, de forma clara, os objetivos de retorno e tolerância ao risco de um cliente em um horizonte de tempo relevante, assim como as restrições aplicáveis, tais como: necessidade de liquidez, considerações sobre impostos, requisitos regulatórios e circunstâncias únicas” (MAGINN et al., 2007, p.2, tradução nossa)<sup>3</sup>.

Justamente este grau de detalhamento, tão benéfico ao processo de investimentos, é o motivo pelo qual tal prática não é popularizada e disseminada no atendimento ao varejo. Entretanto, conforme visto no capítulo anterior, conceitos e técnicas do Private Wealth Management vêm sendo utilizadas, mesmo que de forma adaptada, junto aos clientes menos afluentes. É certo que o mesmo deve ocorrer com a elaboração de políticas de investimentos mais detalhadas para os clientes de menor patrimônio.

Percebe-se que os itens avaliados e descritos em uma Política de Investimentos são parte do processo de planejamento financeiro descrito no capítulo anterior. Ao se coletar as informações para elaboração de tal documento ganha-se um grande conhecimento a respeito do cliente e sua verdadeira relação com seu dinheiro.

Vale destacar que, apesar da estrutura básica uma política de investimentos ser semelhante tanto para investidores institucionais quanto individuais, não se pode tratar seus itens específicos da mesma forma. É passo importante para uma maior utilização da Política de Investimento para clientes individuais a adaptação da apresentação ao público com o qual se fala.

---

<sup>3</sup> An investment policy statement (IPS) is a written document that clearly sets out a client's return objectives and risk tolerance over that client's relevant time horizon, along with applicable constraints such as liquidity needs, tax considerations, regulatory requirements, and unique circumstances.

Não há dúvidas de que um profissional que tente apresentar aos investidores individuais seus objetivos de risco apenas de forma numérica, utilizando o Value at Risk (VaR), por exemplo, terá muita explicação a fazer e, provavelmente, baixo interesse por parte da grande maioria de seus clientes.

Este é, claramente, um exemplo extremo, porém é importante entender que, para que haja engajamento de uma pessoa com seu planejamento financeiro, o mesmo deve ser adequado à realidade daquela pessoa e, mais ainda, transmitido em linguagem e forma que sejam atraentes para o mesmo, aumentando, assim, a chance de que o plano deixe de ser um plano e passe a ser o propulsor de uma ação.

No decorrer das próximas seções serão discutidos alguns dos itens que compõem a Política de Investimentos mais a fundo. Atenção especial será dada à definição dos objetivos de risco e de retorno e às formas como estes devem ser apresentados aos clientes.

Será que a forma como se avalia o perfil dos investidores atualmente é adequada? Por que as pessoas deveriam focar mais no processo de planejamento e menos nos ativos que compram? Será que um investidor precisa mesmo se preocupar em bater um benchmark, como o CDI ou o Índice Bovespa? Haveria uma teoria ou técnica mais palatável ao público em geral?

São estas as perguntas que se buscará responder na continuação deste capítulo.

#### **4.1. A importância de conhecer o investidor**

O Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional do CFA Institute, no Padrão de Conduta Profissional “III. Deveres para com os Clientes”<sup>[15]</sup>, trata, em seu item “C. Adequação dos Investimentos”, sobre a necessidade de se investigar diversos pontos da vida financeira do cliente, ou provável cliente, quando em relação de consultoria de investimentos com este, antes de fazer qualquer recomendação ou tomar uma decisão de investimentos.

### **C. adequação dos investimentos.**

1. Quando os membros e candidatos estiverem em um relacionamento de consultoria de investimentos com um cliente, devem:

a. Conduzir uma investigação razoável em relação à experiência que o cliente (ou o provável cliente) tem a respeito de investimentos, objetivos de risco e retorno e restrições financeiras antes de fazer quaisquer recomendações de investimento ou tomar uma decisão de investimento e reavaliar e atualizar tais informações periodicamente.

b. Determinar se o investimento é adequado à situação financeira do cliente e coerente com os objetivos, resoluções e restrições escritas do cliente antes de fazer uma recomendação de investimento ou tomar uma decisão de investimento.

c. Avaliar a adequação dos investimentos no contexto do portfólio total do cliente.

2. Quando os membros e candidatos forem responsáveis pela gestão de um portfólio em relação a um mandato, estratégia ou estilo específico, eles devem apenas fazer recomendações de investimento ou tomar decisões de investimento uniformes com os objetivos e as restrições declaradas do portfólio.

Além disso, em novembro de 2013, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, aprovou a Instrução CVM nº 539, que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente<sup>[16]</sup>. A instrução abrange os integrantes do sistema de distribuição e consultores de valores mobiliários.

Art. 1º As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente. (Instrução CVM 539, p.1)

Além disso, a Instrução é bastante descritiva ao informar quais pontos devem ser observados para seu cumprimento:

§ 1º Para cumprimento do disposto no inciso I, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo:

I – o período em que o cliente deseja manter o investimento;

II – as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos; e

III – as finalidades do investimento;

§ 2º Para cumprimento do disposto no inciso II, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo:

I – o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente;

II – o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; e

III – a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente.

§ 3º Para cumprimento do disposto no inciso III, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo:

I – os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade;

II – a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; e

III – a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente.

Nota-se, claramente, que tanto a regulação quanto o Código do CFA Institute abrangem tópicos já detalhados no segundo capítulo deste trabalho. Mostrando que o caminho natural da relação entre participantes da indústria de investimentos e clientes passa por um entendimento cada vez maior dos primeiros em relação aos últimos.

Analisando-se os pontos indicados na Instrução CVM, acima citada, percebe-se que são, em sua grande maioria, pontos bastante objetivos, como: experiências prévias, necessidades de liquidez, valores e tipo de investimentos existentes, etc. Porém, um ponto chama a atenção e merece especial tratamento por seu grau de subjetividade e, mais ainda, por sua importância na relação profissional-cliente: as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos.

### 4.1.1. Definindo e lidando o perfil de risco de um investidor individual

Definir a propensão de um investidor ao risco é algo desafiador por diversos motivos. Uma resposta comum quando se pergunta a um leigo qual seu objetivo de risco é: “ganhar o máximo de dinheiro com o menor risco possível”. Como se sabe, não existe almoço grátis, logo, para se ganhar mais, deve se correr mais risco. Entretanto, ao se correr mais risco, a chance de um investidor não atingir seus objetivos também aumenta.

Da forma como os questionários de propensão ao risco são utilizados hoje, busca-se descobrir qual o nível máximo de risco tolerado por um investidor e, então, sugere-se uma carteira que estará exposta a este risco. Seria como indicar para um sujeito que queira ter uma dentição saudável ir ao dentista todos os dias somente porque ele tolera aquela dor <sup>[17]</sup>.

O ponto passa a ser, então, descobrir se o investidor realmente entende o conceito risco x retorno, como ele lida com o lado negativo da relação, ou seja, quando o risco aparece mais que o retorno e como fatores emocionais podem atrapalhar este entendimento.

Em sua obra “Investor Risk Profiling: An Overview”, Joachim Klement mostra que os questionários de avaliação de risco não só são pouco confiáveis para se conhecer o perfil dos investidores, como também é provável que eles estejam subestimando a aversão à perda das pessoas. Isso se deve pelo fato dos questionários serem muito focados em fatores socioambientais e perguntas com cenários hipotéticos para saber qual seria a reação do investidor em diferentes cenários de mercado<sup>[18]</sup>.

O autor indica que a predisposição genética, experiências passadas, em especial durante a infância, e o ambiente no qual estamos inseridos influenciam nas preferências de risco de uma pessoa. Estudos citados mostram que pessoas que eram crianças na época da Grande Depressão apresentavam perfis de risco bem diferentes de outros indivíduos, mesmo 40 anos depois. Menos surpreendente é o fato de que as pessoas com quem um se relaciona podem influenciar em suas preferências de risco também. Vale ressaltar que não são apenas amigos e família, mas os profissionais de investimentos que se relacionam com este indivíduo também podem ter influência. Fica aqui um sinal de alerta aos profissionais.

Além destes pontos, é importante destacar o temperamento do investidor individual. POMPIAN (2016) aponta que os investidores com perfis mais

extremos, sejam eles, extremamente conservadores ou extremamente agressivos, costumam apresentar vieses emocionais e aqueles mais moderados, apresentam vieses cognitivos<sup>[19]</sup>.

Ponto importante destas duas obras é que não só elas jogam luz sobre o fato do atual modelo de aferição de propensão ao risco ser falho, como também fazem sugestões práticas aos profissionais sobre como lidar com estas esferas citadas: experiências nos anos formativos, predisposição ao risco, influência de terceiro (incluindo o próprio profissional) e temperamento.

Klement sugere um anamnese completa com o cliente a fim de entendê-lo mais a fundo; incentivar o cliente a manter um diário de suas decisões de investimentos e conhecer sobre a história do mercado financeiro para entender melhor algumas das reações de seus clientes à determinados produtos.

Já Pompian indica que, aqueles clientes que apresentam vieses emocionais, devem ser assessorados de forma diferente daqueles com vieses cognitivos. Para os emotivos, o profissional deve focar em demonstrar ao cliente como o planejamento financeiro pode afetar fatores de sua vida como família, segurança e objetivos, e não focar em dados e números. Esta abordagem quantitativa, no entanto, é mais eficiente para aqueles que apresentam vieses cognitivos. Para estes, informá-los e educá-los sobre seus vieses pode funcionar muito bem.

## **4.2. Diferença entre Planejamento Financeiro, Alocação de Recursos e Seleção de Ativos**

Antes de entrar na discussão sobre alocação e seleção de ativos é importante reforçar conceitos centrais deste trabalho: Planejamento Financeiro, Alocação de Ativos e Seleção de Ativos.

A sequência lógica para qualquer investidor é começar pelo planejamento financeiro, o conceito mais amplo, seguindo para a alocação de ativos e, finalmente, chegando à seleção de ativos. Entretanto, na prática, não é incomum ver investidores fazendo justamente a ordem inversa: começando pela seleção de ativos específicos, no afã de obter a maior rentabilidade possível. Esta estratégia não costuma dar muito certo. Por isso, volta-se à definição de cada um dos conceitos para se demonstrar esta sequência lógica.

Primeiro, o conceito de planejamento financeiro:

“Planejamento financeiro é o processo de desenvolvimento de estratégias para auxiliar os clientes a administrarem suas questões financeiras a fim de atingir seus objetivos de vida. O processo de planejamento envolve a revisão de todos os aspectos relevantes da situação de um cliente em um amplo escopo de atividades, incluindo a interrelação entre objetivos conflitantes” (FPSB, 2015, p. 2, tradução nossa)<sup>4</sup>.

A alocação de ativos pode ser dividida em dois tipos: alocação estratégica e alocação tática.

“Na alocação estratégica, os objetivos de retorno, tolerância ao risco e restrições são integradas às expectativas de mercado de longo prazo para estabelecer as exposições às classes de ativos permitidas na política de investimentos. O objetivo é satisfazer os objetivos de investimentos do investidor e suas restrições... O segundo grande tipo de alocação de ativos é a alocação tática, que envolve ajustes de curto prazo aos pesos das classes de ativos baseados nas expectativas de curto prazo relativas às performances destas classes de ativos” (Maggin et al. 2007, p. 231, tradução nossa)<sup>5</sup>.

E, finalmente, a seleção de ativos, atividade tão atraente para os investidores individuais, seja pelo seu aspecto de curto prazo, seja pela ênfase tão grande que se dá na mídia e na própria indústria financeira sobre esta atividade.

A seleção de ativos é “a atividade de seleção ativa de ativos específicos dentro de uma classe de ativos, tais como ações individuais, títulos de renda fixa, fundos mútuos negociados em bolsa (ETFs), entre outros” (Evensky et al. 2011, p. 180)<sup>6</sup>.

---

4 Financial planning is the process of developing strategies to assist clients in managing their financial affairs to meet life goals. The process of financial planning involves reviewing all relevant aspects of a client’s situation across a large breadth of financial planning activities, including inter-relationships among often conflicting objectives.

5 In strategic asset allocation, an investor’s return objectives, risk tolerance, and investment constraints are integrated with long-run capital market expectations to establish exposures to IPS-permissible asset classes. The aim is to satisfy the investor’s investment objectives and constraints.... A second major type of asset allocation is tactical asset allocation (TAA), which involves making short-term adjustments to asset-class weights based on short-term expected relative performance among asset classes.

6 This is the active selection of specific securities within an asset class, such as individual stocks, bonds, mutual funds exchange-traded funds (ETFs), and so on.

Evensky et al. (2001) ainda complementam lembrando que há, tanto por parte de investidores quanto por parte de vários profissionais, muita confusão na hora de se fazer a diferenciação entre as atividades que exercem os profissionais que administram dinheiro (*money managers*) e profissionais que administram patrimônios (*wealth managers*). Enquanto os primeiros estão orientados para a administração de ativos para instituições, os segundos estão orientados a auxiliar indivíduos que precisam de auxílio tanto em relação à alocação quanto seleção de seus ativos.

Conforme se avança neste trabalho, e chega-se na discussão sobre alocação de ativos, é importante que estes conceitos tenham ficado claros, já que não se tem uma correta seleção de ativo, sem uma correta alocação e muito menos uma correta alocação sem um correto planejamento financeiro.

### **4.3. Carteiras individuais de investimentos e a dificuldade em se bater o mercado**

Como se demonstrou até aqui, a carteira de investimentos é um dos instrumentos que se utiliza para se atingir objetivos pessoais. Em conjunto com ela, devem ser utilizados outros produtos financeiros para que o planejamento financeiro atinja seu objetivo final. De qualquer modo, não há que se questionar que a montagem deste portfólio é tema muito importante dentro do planejamento financeiro.

O ponto, porém, a ser ressaltado nesta seção é o de que, quando se esquece que a carteira de investimentos faz parte de um conceito mais amplo, cujo o objetivo é atingir os objetivos de vida do indivíduo, tanto profissional quanto investidor, podem incorrer no erro de achar que o objetivo final desta mesma carteira é o de se bater algum benchmark.

Como é extensamente documentado pela academia e, anualmente, divulgado pela S&P Dow Jones Indices, bater o mercado é extremamente difícil e improvável. Entretanto, muitos participantes da indústria financeira parecem incentivar tal ambição em seus clientes.

Para se ter uma ideia desta dificuldade, no relatório de 2017 SPIVA U.S. Scorecard<sup>[26]</sup>, constata-se que, em uma janela de um ano, 63,08% dos gestores de fundos *large-cap*; 44,41% dos gestores fundos *mid-cap*; e 47,07% dos gestores de fundos *small-caps* não conseguiram performar melhor que seus respectivos benchmarks.

Quando se amplia esta janela para prazos maiores, o resultado é ainda pior para os gestores. Em um horizonte de 15 anos, os números chamam muito a atenção, pois 92,33% dos gestores de fundos *large-cap*; 94,81% dos gestores fundos *mid-cap*; e 95,73% dos gestores de fundos *small-caps* não conseguiram performar melhor que seus respectivos benchmarks.

Se tal façanha já é algo raro para investidores profissionais, imagina-se que esta dificuldade seja ainda maior para investidores individuais que não contam com a mesma estrutura, equipe, dedicação e até acesso a produtos financeiros estruturados com que contam os primeiros.

Soma-se a isso a dificuldade em se definir o benchmark adequado para um investidor individual, conforme será discutido a seguir. Afinal, não pode se imaginar que o Índice Bovespa ou o CDI – Certificado de Depósito Interbancário – sejam indicadores adequados a se comparar carteiras montadas para atingir objetivos tão complexos e cheios de nuances como aqueles característicos de investidores individuais.

Antes de passar para a próxima seção, no entanto, se faz necessário deixar claro que este trabalho não desmerece a busca por investimentos mais racionais e entende que há sim formas de se obter uma rentabilidade superior sem incremento do risco, porém, tal feito parece advir muito mais de uma diminuição do custo do investidor e de uma correta seleção de classes de ativos (alocação estratégica) do que da seleção de ativos específicos<sup>[27]</sup>.

#### **4.3.1. Dificuldade em definir o benchmark adequado ao investidor individual**

Além desta dificuldade em se bater um benchmark, outro ponto importante nesta discussão é a própria adequação ou definição de qual benchmark deve ser utilizado para a mensuração da carteira de um investidor individual.

Para Bacon et al. (2015) definir o benchmark correto “é a fundação para a análise de performance. Se o benchmark está incorreto, a análise e as decisões de portfólio que dela emergem estarão incorretas”<sup>7</sup>, e acrescentam “um benchmark mal definido leva a decisões de investimentos ruins, fraco relacionamento com clientes, e um turnover de gestores caro.

---

7 The benchmark decision is the foundation of performance analysis. If the benchmark is incorrect, the analysis and portfolio decisions that flow from it will be incorrect. (Beacon, 2017, p. 78)

Definir corretamente o benchmark é bom tanto para gestores quanto para clientes. Investir tempo para escolher o benchmark correto é crítico”<sup>8</sup>.

Os autores destacam as cinco condições necessárias de um bom benchmark: possível de se investir (*investable*); acessível; transparente; independente e relevante. Em uma primeira vista, indicadores como o CDI ou o Ibovespa parecem benchmarks adequados para um investidor, pois aparentemente, obedecem estes cinco critérios.

De forma individual, sem dúvida que são indicadores relevantes e benchmarks válidos, porém, quando inseridos no contexto da carteira de investimentos de um investidor individual, a coisa parece mudar de figura. As carteiras de investimentos de investidores individuais são montadas a fim de atingir seus objetivos de vida. Um indivíduo possui múltiplos objetivos, logo, sua carteira terá, conseqüentemente, diferentes horizontes de tempo e, até mesmo, perfis de risco.

Por este motivo, definir um único benchmark para se medir o desempenho da carteira de um indivíduo parece inadequado, desrespeitando o critério de relevância anteriormente citado. Na verdade, a própria proposição de um benchmark híbrido parece equivocada uma vez que o grau de complexidade para determiná-lo, aliada a outros aspectos, podem levar o novo benchmark a não obedecer um ou mais de um dos itens acima.

A ideia aqui não é afirmar que benchmarks são inúteis para o investidor individual, pelo contrário, eles são úteis, em especial, como sinalizadores de desempenho de produtos específicos da carteira. No entanto, o que se propõem é que o uso de um benchmark de mercado, tal qual CDI, Ibovespa, ou IMA, por exemplo, não deve ser o único catalisador para a tomada de decisão de investimentos de um indivíduo.

Como veremos na sequência, o foco no atingimento dos objetivos pessoais, parece ser o melhor indicador de sucesso para um investidor individual do que a comparação com índices de mercado.

---

8 Faulty benchmarks lead to bad investment decisions, poor client relations, and costly manager turnover. Having the correct benchmark is good for both the manager and the client. Investing the time to pick the right benchmark is critical. (Beacon, 2017, p. 78)

#### 4.4. Como a busca incessante por rentabilidade pode prejudicar investidores e planejadores financeiros

O famoso estudo de BARBER e ODEAN (2000) documenta os efeitos nocivos que o excesso de giro da carteira de ações apresenta sobre o portfólio dos investidores individuais<sup>[28]</sup>. No estudo, os autores mostram que, em média, estes investidores alçaram rentabilidade 1,1% menor que o índice de referência. Aqueles com maior rotação na carteira perderam ainda mais, cerca de 5,5% ao ano a menos que o índice de referência. Os autores atribuem este excesso de giro de carteira ao viés psicológico do excesso de confiança. Por conta deste viés, as pessoas superestimam o valor das informações que possuem e acabam negociando de forma mais frequente.

Há estudos que mostram que a busca por maior rentabilidade acaba afetando, até mesmo, aqueles que investem em produtos destinados para investidores que preferem delegar (ou assim se imaginava) a gestão de seus investimentos, como os fundos mútuos. West e Shuesler (2018) citam estudo de Hsu, Myers, and Whitby (2015) que aponta que os investidores de fundos mútuos chegam a ganhar 2% a menos, por ano, que os próprios fundos que eles investem, por adotarem a política de compra e venda das cotas destes fundos ao longo do ano. Eles normalmente compram as cotas na alta e as vendem na baixa.

Outra estratégia também resultante da busca por rentabilidade, examinada por Arnott, Kalesnik e Wu (2017), é a estratégia de trocar os fundos de investimentos com menor rentabilidade em determinado período por aqueles com maior rentabilidade no mesmo período, ou seja, demitem-se os perdedores e contratam-se os vencedores. Neste estudo<sup>[29]</sup>, entre outros achados, os autores mostram que os fundos (primeiro quintil) com maiores retornos nos últimos três anos apresentam, em média, retorno 1,1% ao ano menor que os fundos do quinto quintil durante os próximos três anos. Ou seja, os perdedores performam melhor que os vencedores, sugerindo que os retornos aparentemente retornam à média e que uma estratégia fora da zona de conforto seria mais adequada. Isto é, demitir os vencedores e comprar os perdedores.

Ponto importante a ser ressaltado é que tais vieses atingem também os profissionais. É documentado que alguns profissionais, ao não conseguirem modificar os vieses de seus clientes, acabam, a fim de agradar estes, a apoiar seu comportamento voltado para a busca de rentabilidade. West e Schuesler (2017) apontam ainda que, apesar de não haver evidências de que a seleção de gestores gera alfa, 39% das maiores firmas de planejamento financeiro anunciam isto como seu grande diferencial e dedicam boa parte de seus funcionários para esta atividade.

Os autores, no entanto, sugerem que o maior valor que um profissional pode agregar ao seu cliente, neste aspecto, é o de tentar impedi-lo de cair no erro de trocar muito de posição em seus fundos de investimentos. Uma vez que zero alfa é melhor que um alfa negativo de 2% ao ano, conforme citado anteriormente.

Neste sentido, volta-se à discussão do verdadeiro papel de um planejador financeiro. Fica cada vez mais evidente que entender o cliente e fazê-lo engajar ao plano definido seja mais importante que a geração de alfa ou otimização de seus investimentos.

#### **4.5. Goal-based Investing: uma alternativa?**

Viu-se que o foco exclusivo na rentabilidade da carteira pode levar tanto investidor como planejador financeiro a adotar atitudes que terminam por diminuir esta mesma rentabilidade. Além disso, a busca por se bater o mercado também é questionável uma vez que o próprio benchmark pode ser inválido no contexto de uma carteira de investimentos individual.

A Teoria Moderna do Portfólio parece ter sua parcela de contribuição neste comportamento, uma vez que a teoria é pautada, basicamente, por duas métricas: risco e retorno. Assim, não é de se estranhar que carteiras construídas e apresentadas aos clientes com foco nestes dois itens acabem por gerar investidores justamente preocupados apenas com risco e retorno.

Em pesquisa realizada em 2017, a ANBIMA<sup>[43]</sup>, ainda na fase inicial, durante o trabalho de pesquisa qualitativa, constatou o seguinte:

“Logo no início das abordagens, descobriu-se que, ao perguntar sobre dinheiro, a resposta sempre se relacionava ao que as pessoas fazem com ele: compra de bens, financiamento de cursos, viagens, ajuda a familiares, e por aí vai. Ou seja, para a grande maioria da população, o dinheiro em si não tem muito significado se for dissociado daquilo em que ele se transforma: na vida de cada pessoa”. (ANBIMA, 2017, p. 4)

Statman (2004) segue linha parecida ao comparar investimentos com outras formas de consumo, como, por exemplo, restaurantes. Ele lembra que os frequentadores de restaurantes não buscam apenas os aspectos nutritivos da comida quando escolhem um restaurante. Há outros valores envolvidos. O autor lembra que os investimentos, assim como os restaurantes, oferecem benefícios utilitários e expressivos. Benefícios expressivos são aqueles que permitem à pessoa identificar seus valores, classe social e estilo de vida, por exemplo.

Quando alguém investe, não está apenas comprando uma carteira ótima de ativos de acordo com seu perfil de investidor, conforme deduz a Teoria Moderna do Portfólio. Para Statman, os investimentos também expressam status, exclusividade, patriotismo e responsabilidade social. Ele lembra ainda que as pessoas diferenciam seus diferentes tipos de dinheiro. Algo bem parecido com os achados da ANBIMA.

“Dinheiro suado é diferente de dinheiro fruto da sorte, dinheiro para a faculdade de um filho é diferente de dinheiro para as férias, e dinheiro de dividendos é diferente de dinheiro para capital. Qualquer um que tenha comprado uma garrafa de vinho em um restaurante francês especial sabe que o vinho é mais que uma bebida utilitária e qualquer um que tenha comprado um carro em um showroom sabe que um carro é mais que um meio de transporte utilitário”. (Statman, 2004, p.1)<sup>9</sup>

Em artigo de 2010, contando com a coautoria do próprio Harry Markowitz, Das et al. verificaram os efeitos destas contas mentais na carteira dos investidores. Os autores consideraram que os indivíduos buscam atingir objetivos específicos e para isso criam subcontas para cada objetivo, conforme diz a Teoria Comportamental. Os autores, então, simularam como seria o comportamento de carteiras que unissem ambas as teorias: A Teoria Moderna do Portfólio e a Teoria Comportamental. Com isso, cada subconta teria seu portfólio otimizado conforme a TMP.

Os autores descobriam que um portfólio agregado de todos os subportfólios eficiente também é eficiente, porém diferente de um portfólio gerado usando-se apenas as regras da TMP. Quando se colocam restrições à venda descoberta, ainda assim, os subportfólios são menos eficientes que um único portfólio ótimo por alguns poucos pontos percentuais. Os autores concluem, então, que é possível se montar um portfólio agregado de subportfólios definidos a partir de uma linguagem intuitiva de limites mínimos para cada portfólio e da probabilidade de não se alcançar os objetivos definidos.

---

<sup>9</sup> Hard-earned money is different from windfall money, Johnny's college money is different from vacation money and dividend money is different from capital money. Anyone who has ever bought a bottle of wine at a very special French restaurant knows that wine is more than a utilitarian beverage and anyone who has ever bought a car at a showroom knows that a car is more than utilitarian transportation.

Este alinhamento completo entre alocação e objetivos individuais parece ser o padrão futuro para aconselhamento financeiro. Além dos motivos referentes ao maior engajamento por ser um conceito mais intuitivo para aqueles menos afeitos aos investimentos, além de ser estatisticamente robusto, o *Goal-based Investing* (GBI) é também alinhado com as melhoras práticas em relação à essência da regulação da atividade de aconselhamento financeiro.

“GBI é, provavelmente, o novo padrão a formatar as operações de gestão de patrimônio nas próximas décadas porque seus princípios representam o espírito da indústria, se não simplesmente o senso comum, e sua mensagem é claramente alinhada com toda a essência da regulação bancária: servir de forma transparente aos interesses dos clientes, colocando suas ambições e medos no centro de qualquer relação de aconselhamento”.(Sironi, 2016, tradução nossa)<sup>10</sup>

Desta forma, a metodologia do *Goal-based Investing* se posiciona como uma forma de se unificar conceitos mais pesados de finanças com o lado mais humano dos investimentos: os objetivos do indivíduo. Esta metodologia busca o atingimento dos objetivos pessoais por meio da discussão das ambições e medos do indivíduo e não através da tentativa do controle sobre variáveis incontrolláveis como retornos do mercado ou benchmarks. O benchmark é o atingimento do objetivo proposto pelo indivíduo e o risco é a probabilidade de não se atingir este objetivo.

Sironi (2016), a partir do que propõem Chhabra (2005, 2015), resume que os indivíduos possuem múltiplos objetivos que podem ser organizados em três grandes grupos ou baldes:

- **Objetivos Essenciais** – são aqueles objetivos relacionados com as necessidades básicas, como formação de uma reserva para mitigar riscos com perda de emprego, problemas de saúde, renda mínima para aposentadoria, bem estar familiar no caso da falta do provedor.

---

<sup>10</sup> GBI is the most likely new normal to shape wealth management operations in the decades to come, because its principles represent the spirit of the industry, if not simple common sense, and its message is clearly well aligned with the whole essence of banking regulation: to transparently service clients’ interests by placing their ambitions and fears to the centre stage of any advisory relationship. (Sironi, 2016, Location Kindle 554)

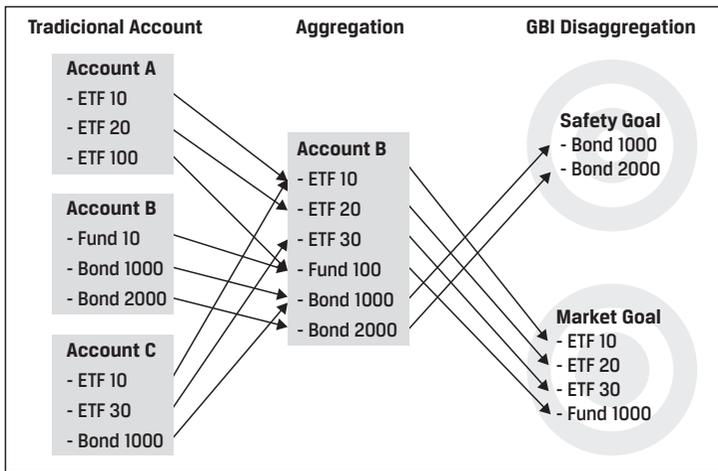
- Objetivos Importantes – buscam a estabilidade pessoal e familiar, manter o padrão de vida dentro de sua comunidade.
- Objetivos Aspiracionais – são os sonhos e aspirações, desde a busca de um maior padrão de vida, passando por um novo negócio ou a filantropia, por exemplo.

Com base nessa divisão em grupos (ou baldes) de objetivos, Chhabra (2005) apresenta três dimensões de riscos: pessoal, mercado e aspiracional. Em seu trabalho, o autor apresenta uma metodologia de alocação patrimonial a qual chama de Wealth Allocation Framework, esta metodologia propõe a alocação a fim de atingir os objetivos individuais, mitigando o risco de cada uma das três dimensões. Chhabra chega a afirmar que a maior conclusão de seu trabalho é que, para o investidor individual, a alocação de risco deve preceder a alocação de ativos.

De forma resumida, cada uma das três dimensões de risco serve o seguinte papel:

- Risco Pessoal – mitigar a ansiedade de se ter um significativo decréscimo no padrão de vida.
- Risco de Mercado – para crescer seu patrimônio e manter o padrão de vida, o investidor precisa correr o risco de mercado.
- Risco Aspiracional – é o risco que se corre para aumentar o padrão de vida.

Com base nos objetivos e na identificação dos riscos é que se parte, então, para a alocação de ativos. Ao contrário da Teoria Moderna do Portfólio, que gera apenas uma carteira de acordo com o perfil de risco e restrições do investidor, na metodologia *Goal-based Investing*, vários portfólios são gerados. A Figura 6 mostra como seria o um portfólio de um investidor no contexto do GBI.

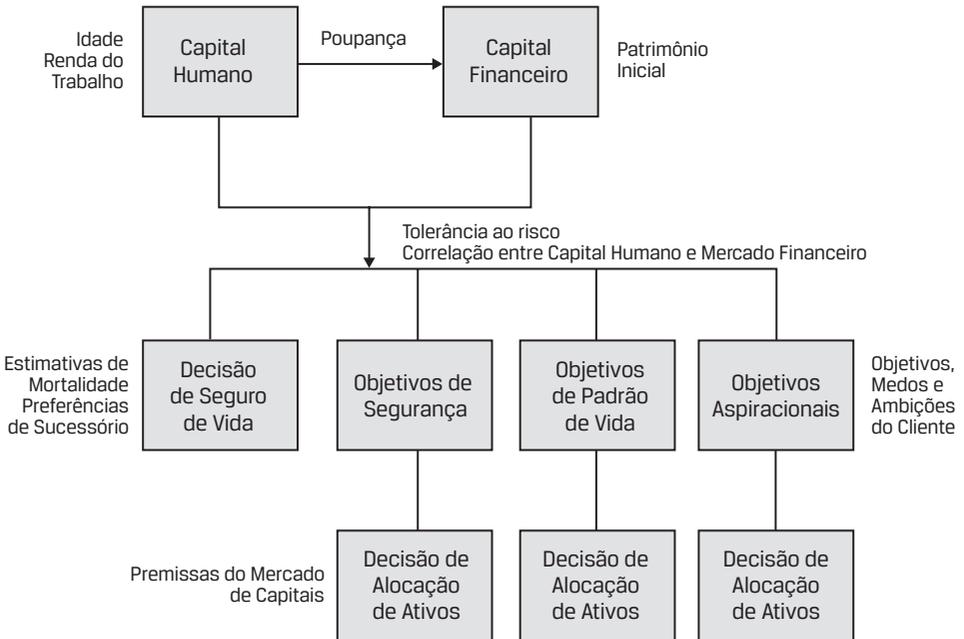
**Figura 6** – Apresentação de portfólio no contexto do GBI

Fonte: SIRONI (2016). FinTech Innovation: From robo-advisors to goal based investing and gamification. Wiley, Location Kindle 2582.

É importante se destacar que, com esta metodologia, o investidor se vê obrigado a tomar tempo para pensar e definir seus verdadeiros objetivos, priorizar entre objetivos conflitantes, tomar decisões de fluxo de caixa, entre outras. Desta forma, há uma efetiva participação do investidor que não se limita apenas ao preenchimento de questionários fechados a fim de identificar seu perfil. Outro ponto é que, como se trata com mais cuidados riscos específicos do investidor, a metodologia *Goal-based Investing* facilita a introdução de outros produtos financeiros, tais como os seguros, no contexto do portfólio individual, sem se esquecer, no entanto, de todos os pontos importantes do processo de planejamento financeiro já vistos.

A Figura 7 é uma tentativa de se resumir o processo completo descrito até aqui, neste trabalho, de forma integrada. Isto é, levando em conta os requisitos para elaboração de uma política de investimentos, as expectativas de mercados e os conceitos Capital Humano e Capital Financeiro para, então, se fazer a recomendação de investimentos e produtos financeiros adequados à situação específica daquele indivíduo.

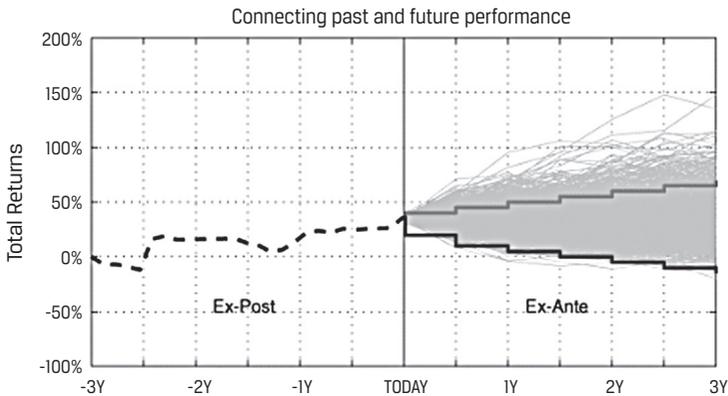
**Figura 7** – Visão sistêmica do processo de planejamento financeiro pessoal integrada ao Goal-based Investing



Fonte: Elaborado pelo Autor, adaptado de Ibbotson et al. (2007)

A mensuração de resultados e a apresentação das informações para os investidores também parecem ganhar qualidade com a utilização do GBI. Merton (2012) sugere que a forma como os números e projeções futuras são apresentadas ao investidor não são adequadas. Ele cita o exemplo da renda na aposentadoria. Usualmente, se tem como objetivo um número mágico que deve ser atingido e, ao se indicar o potencial de renda que este número pode gerar, se faz uma conta linear, não levando em conta as incertezas que cercam esta renda futura: juros reais, inflação e longevidade, por exemplo.

Sironi (2016) propõe a utilização de cenários probabilísticos a fim de apresentar para os investidores a característica dinâmica e incerta do futuro. O autor sugere a utilização de simulação de Monte Carlo para apresentar possíveis trajetórias futuras de retornos. A Figura 8 ilustra esta proposição de conectar passado e futuro.

**Figura 8** – Conectando performance passada e futura

Fonte: SIRONI (2016). FinTech Innovation: From robo-advisors to goal based investing and gamification. Wiley, Location Kindle 3152

Merton vai além e diz que a apresentação para o cliente deve ser simples. Em um exemplo com um indivíduo que tem como objetivo a aposentadoria, ele afirma que o investidor deveria ver em sua tela a renda que deseja obter na aposentadoria, um “velocímetro” com o percentual já realizado desta meta ou um valor representado a chance da meta ser atingida, qual a renda mínima que ele teria hoje com o que já acumulou, sua taxa de poupança mensal, quanto está poupando por mês e a data prevista de aposentadoria. Simples assim.

Para o autor, informações sobre risco e retorno histórico dos ativos ou da carteira são, sim, importantes fatores para se atingir os objetivos, porém não são necessariamente relevantes para a tomada de decisão do investidor individual.

Percebe-se aqui, mais uma vez, o foco no atingimento dos objetivos como o benchmark adequado para o investidor individual. Pelos motivos aqui apresentados, tais como maior engajamento e envolvimento do investidor na definição dos objetivos, montagem de portfólios adequados a estes mesmos objetivos, robustez teórica e possibilidade da simplificação da apresentação das informações aos investidores, a metodologia do *Goal-based Investing* se coloca como grande aliada do processo de planejamento financeiro pessoal.

## 5. A importância do planejamento financeiro pessoal no cenário brasileiro

Vistos os conceitos importantes relativos ao planejamento financeiro pessoal e tendo, inclusive, abordado estes conceitos já sob uma ótica prática e com exemplos factíveis para investidores e profissionais do mercado brasileiro, parte-se agora para a discussão sobre os motivos que argumentam a favor da disseminação de uma cultura de planejamento financeiro no Brasil.

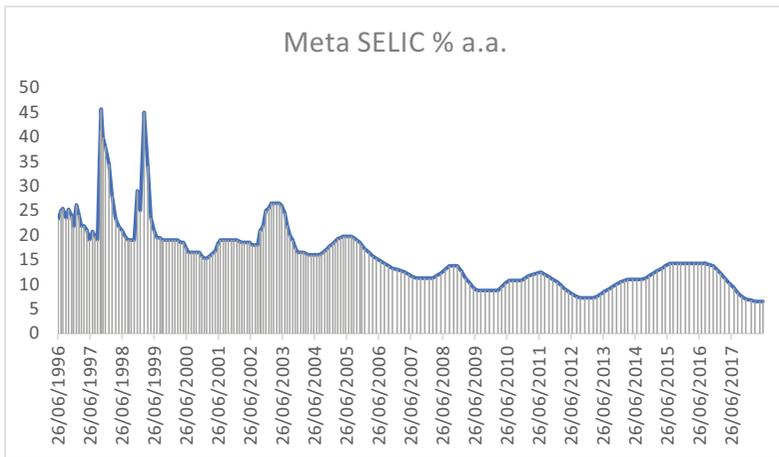
Antes de mais nada, vale lembrar que 55% dos brasileiros não fazem qualquer tipo de planejamento doméstico financeiro, 86% não conseguiu poupar parte alguma de sua renda no último mês, dos que guardam, 85% o fazem via caderneta de poupança, e 66% não fazem nada para se precaver financeiramente de situações imprevisíveis<sup>[33]</sup>. Ou seja, é urgente que o tema planejamento financeiro pessoal seja trazido à tona com mais ênfase.

Serão discutidos agora três temas de grande importância: o cenário de taxas de juros mais baixas; a falência da previdência pública e os hábitos financeiros e perfil de investidor do brasileiro.

### 5.1. Taxas de juros mais baixas: Porque poupar se torna cada vez mais importante?

As taxas de juros no Brasil vêm caindo ao longo das últimas duas décadas, apontando, nesta janela ampliada, uma melhora das condições econômicas do país. Na Figura 9 vemos esta trajetória ao longo das últimas 2 décadas.

**Figura 9** – Trajetória da taxa de juros SELIC



Fonte: Banco Central do Brasil

Conforme a Figura 10, vê-se que a trajetória dos juros reais no Brasil também é decrescente.

**Figura 10** – Taxas Reais de Juros: Taxa Selic Real Ex-Ante de 1 Ano, Swap pré-DI Real de 360 Dias e NTN-B Real de 1 Ano



Obs: Os valores das taxas do swap e da NTN-B de setembro referem-se às médias até 15/9.

Fonte: Banco Central do Brasil (2017) Perspectivas para a inflação: Relatório Trimestral de Inflação. Setembro de 2017 (p. 34)

Se, por um lado, a queda das taxas de juros é benéfica para a economia, por outro, a vida do investidor individual se torna mais desafiadora. Neste cenário, tanto a rentabilidade esperada durante a fase de acumulação patrimonial quanto a taxa de conversão do patrimônio em renda tendem a ser menores. A diminuição nestas duas taxas deixa o investidor com apenas uma alternativa caso queira manter o padrão de renda de sua fase produtiva: poupar mais.

Merton (2012) chega a propor que o indicador mais adequado para se calcular o quanto é preciso poupar para a aposentadoria deve ser o padrão de vida financeiro que se quer manter neste período e não um montante total a ser acumulado. O patrimônio acumulado não é suficiente informação, pois o cenário de taxas de juros impacta diretamente no quanto se precisa poupar para se manter o mesmo padrão de vida.

“Patrimônio não é informação suficiente para se determinar um padrão de vida sustentável. Por exemplo, \$ 1 milhão à taxa de 4% são suficientes para manter um padrão de vida de \$ 40.000 por ano, porém, no cenário atual (americano) de 0,6% ao ano de juros reais, são suficientes apenas para um padrão de \$ 6.000 ao ano!” (Merton, 2012, p.2) <sup>11</sup>

E é justamente este cenário de queda de juros reais que se põem a frente dos brasileiros. Acostumado com os famosos 1% ao mês, o brasileiro se vê, hoje, com juros de cerca de 0,54% ao mês em termos nominais e antes dos impostos. Se até bem pouco atrás, com a taxa de juros real beirando os 7% ao ano, o brasileiro que quisesse acumular R\$ 1 milhão de reais, em termos reais, em 30, visando uma renda anual de R\$ 70.000,00, precisava poupar R\$ 10.586,40 por ano, este mesmo brasileiro precisa agora poupar R\$ 20.017,48, por conta dos juros reais a 3,3% ao ano e, além disso, projeta uma renda anual de apenas R\$ 33.000,00 com o mesmo milhão acumulado.

Claramente, este gap não poderá ser totalmente suprido apenas por uma melhor alocação ou se buscando maior rentabilidade por meio de maior exposição a ativos de risco. Especialmente, se levarmos em conta o perfil conservador do investidor médio brasileiro, que será comentado na sequência.

---

<sup>11</sup> Wealth is not sufficient information to determine a sustainable standard of living. For example, \$1 million at 4% supports a lifestyle of \$40,000 a year, but in the current environment of a 0.60% real interest rate, it only supports a lifestyle of \$6,000 a year!

O planejamento financeiro e sua aplicação disciplinada será vital para que as pessoas não cheguem na idade de aposentadoria dependentes de outros ou do Estado.

Conforme já exposto, o brasileiro poupa pouco, ou nem mesmo poupa, para a aposentadoria. Por conta disso, a grande maioria da população tem a noção de que precisará de auxílio do Estado para se sustentar na aposentadoria<sup>[30]</sup>. A questão que se põe é se o Estado conseguirá sustentar estas pessoas.

## 5.2. Falência da Previdência Pública

A insustentabilidade dos esquemas de previdência pública não é uma exclusividade do Brasil, diversos países do mundo, incluindo, os países desenvolvidos, passam por uma revisão de seus modelos. Reformas dos sistemas previdenciários tem sido algo comum.

“Um traço comum em muitos países é o contínuo crescimento da despesa com previdência em porcentagem do produto interno bruto (PIB), o que ocasiona crescimento de sua importância relativa no gasto público total, acarretando possíveis impactos na carga tributária e/ou na trajetória da dívida pública. Em função dessas tendências, tem sido comum reformas previdenciárias e medidas de ajuste buscando garantir a sustentabilidade dos regimes frente a um processo global de envelhecimento”.(Costanzi e Sidone, IPEA, 2018, p.3)

Especificamente, no caso brasileiro, os autores ressaltam que “é fato bastante conhecido na literatura que o gasto previdenciário brasileiro é maior do que seria esperado do ponto de vista demográfico e se encontra em patamar elevado nas comparações internacionais”(p.7).

Marcos Lisboa<sup>[32]</sup> ataca o tema com dados bastante contundentes, mas lembra também que há esperança, uma vez que o debate público começa a preferir a análise dos fatos e a reforma da previdência deixa de ser tabu.

“As condições podem não ser boas, mas não são novas. Há vinte anos sabemos que adiar a reforma da previdência iria resultar em graves problemas. O Brasil atravessa uma rápida transição demográfica. Nos anos 1960, as famílias tinham, em média, mais de 6 filhos por casal. As novas gerações têm, atualmente, menos de 1,8. Nos próximos 35 anos, a população idosa irá

aumentar mais de 260%. A população que trabalha, por outro lado, irá se reduzir em 6%. Com as regras atuais da previdência, o gasto irá aumentar em 6 pontos do PIB, agravando o já severo desequilíbrio fiscal” (LISBOA, 2018, p. 16).

Preocupante, no entanto, é o fato de que boa parte da população ainda acredita no sistema e dependerá dele como fonte primária de renda na aposentadoria. Segundo pesquisa da FENAPREVI - Federação Nacional de Previdência Privada e Vida<sup>[31]</sup> - apenas 43% dos entrevistados acreditam que a reforma será necessária no futuro (19% não souberam responder). Mais da metade da população ainda acreditam que o modelo da Previdência Social é sustentável (51%). A imensa maioria pessoas (75%) identificam a corrupção como principal problema do sistema previdenciário e, apenas 15% entendem que o problema é o modelo em si. Não que a corrupção não seja um problema, mas como visto, o próprio modelo é, em si, insustentável.

Mais preocupante ainda é o fato de que 76% dos brasileiros afirmam que se fossem se aposentar hoje dependeriam do Estado para se sustentar mesmo sem saberem exatamente quanto receberiam de pensão. Ainda assim, 51% das pessoas esperam se aposentar antes dos 65 anos, indo de encontro à tendência mundial de elevação da idade mínima para aposentadoria<sup>[30]</sup>. Além disso, apesar de 60% da população entender que precisam de um plano de previdência complementar, apenas 38% estão dispostos a poupar mensalmente para tal fim. Este contexto ilustra bem a importância que a disseminação de uma cultura de planejamento financeiro pessoal e poupança para a aposentadoria terá para o futuro da população brasileira.

### **5.3. Como o perfil conservador do brasileiro pode influenciar no atingimento de seus objetivos financeiros**

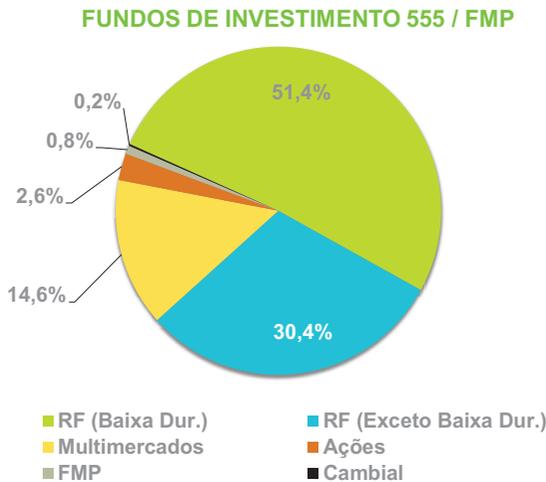
Ao se consultar o relatório mensal divulgado pela ABIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – percebe-se o tamanho da concentração do portfólio do investidor de varejo brasileiro em ativos de renda fixa<sup>[35]</sup>.

Quando se analisa o relatório “Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos – Março/2018” verifica-se que o percentual da alocação em fundos de renda fixa por parte dos clientes de Varejo e Varejo Alta Renda é de impressionantes 83,81%. Os fundos multimercados aparecem em segundo lugar com 9,49% e os fundos de ações com parcos 3,82%.

Quando se analisa o segmento Private, aquele composto por cliente de alta renda e que contam, normalmente, com maior assessoria profissional, o percentual alocado em fundos de renda fixa cai drasticamente para 24,69% e o percentual alocado em fundos multimercado e fundos de ações sobe, respectivamente, para 54,94% e 12,49%. Denotando uma alocação mais adequada para o cenário de queda nas taxas de juros.

Quando se olha mais a fundo a alocação dos investidores de varejo<sup>[36]</sup>, percebe-se que a concentração em ativos de renda fixa se dá principalmente em ativos de baixa duração. Se somarmos os saldos dos ativos com características mais conservadoras<sup>12</sup>, tem-se que 78,91% da alocação de ativos dos investidores de varejo e varejo alta renda se encontra nesta categoria. A poupança ainda representa 38,69% da alocação. A Figura 11 e a Figura 12 ilustram bem a composição da carteira destas classes de investidores.

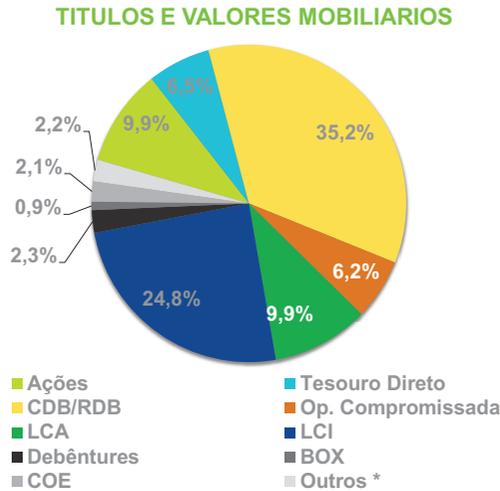
**Figura 11** – Distribuição da alocação em fundos de investimentos – Investidores Varejo e Varejo Alta Renda



Fonte: ANBIMA, Estatísticas Varejo - Março/18

12 À critério do autor considerou-se os seguintes ativos como ativos de características conservadoras: Fundos de renda fixa de baixa duração; Tesouro Direto; CDB/RDB; Op. Compromissada; LCA; LCI; Letra Financeira e Poupança.

**Figura 12** – Distribuição da alocação em títulos e Valores Mobiliários – Investidores Varejo e Varejo Alta Renda



Fonte: ANBIMA, Estatísticas Varejo - Março/18

Esta análise é importante e corrobora aquilo que já foi dito na seção 5.1 deste trabalho, o investidor individual não conseguirá suprir por meio de uma rentabilidade maior a sua falta de disciplina para a poupança mensal. Como demonstrado, em um cenário de taxas de juros mais baixas, o investidor precisa poupar mais para atingir seus objetivos financeiros. A alternativa à poupança maior seria uma rentabilidade maior em seus investimentos. Porém, a medida que as taxas de juros caem, o investidor se vê obrigado a correr mais riscos para buscar maiores retornos. Entretanto, é de se duvidar que investidores acostumados e concentrados em ativos de renda fixa, como os brasileiros, terão êxito nesta missão.

Há uma luz no fim do túnel, no entanto. Percebe-se, a partir da análise destes dados, que os investidores mais expostos a algum tipo de assessoria financeira acabam tendo uma alocação menos concentrada em ativos de renda fixa ou, mesmo que ainda em renda fixa, alocação em produtos mais sofisticados.

Como foi apontado no começo, os investidores do segmento Private possuem alocações mais diversificadas e com maior exposição a outras classes de ativos, com fundos multimercado e fundos de ações, além de produtos mais sofisticados como FIDCs e FIPs. Verifica-se, também, um feito semelhante quando se compara a alocação dos clientes de Varejo

Alta Renda com clientes de Varejo. Enquanto clientes do Varejo Tradicional apresentam 61,84% de seus recursos na Poupança, o clientes de Varejo Alta Renda apresentam apenas 11,96%.

Desta forma, sob a luz destes dados, será discutida agora a importância de uma planejador financeiro para o investidor individual.

## 6. A importância de um Planejador Financeiro

Como foi visto, o conceito de planejamento financeiro pessoal é amplo. Ampla também é a gama de profissionais que atuam com atividades relativas a este tema. Vemos atualmente, no Brasil, profissionais diversos fazendo trabalho que, se não iguais aos de um planejador financeiro, em muito se confundem com os destes. Entre estes profissionais destacam-se: os agentes autônomos de investimentos, *private bankers*, consultores de valores mobiliários, gerentes e consultores de investimentos de bancos de varejo alta renda, gestores de investimentos, corretores de seguros e os autointitulados “Coach Financeiros”.

De fato, não há uma atividade regulamentada de planejador financeiro propriamente dita. Como foi visto, as atividades que compõem um planejamento são muitas e o profissional que deseje executar tal atividade precisa de um leque de conhecimento bem amplo.

Esta falta de uma definição sobre a atividade do planejador financeiro ou sobre quem é exatamente um planejador financeiro pode ser, em parte, culpada pelo pouco conhecimento da profissão perante o público em geral. Iniciativas como as lideradas pela Planejar e o crescimento cada vez maior do número de profissionais certificados em planejamento financeiro podem ajudar ao desenvolvimento desta profissão no Brasil.

O número de profissionais certificados CFP – Certified Financial Planner – cresce a passos largos no Brasil. No fim de 2017 eram 3.409 profissionais certificados no país, um acréscimo de 490 profissionais em relação a 2016. Sem dúvida alguma, um importante indicador do crescimento da profissão no país.

Esta indefinição sobre a profissão acaba gerando dúvidas nas pessoas na hora de contratar um profissional, tamanha é a oferta de profissionais se apresentando como planejadores financeiros. Há quem defenda que

investidores que pesquisam mais e gastam mais tempo na escolha do seu planejador financeiro acaba tendo melhores resultados<sup>[38]</sup>.

Alguns pontos são importantes na hora de se escolher um planejador financeiro: 1) profissionais com comprovada experiência em áreas afins do planejamento financeiro; 2) profissionais certificados em certificações reconhecidas do mercado financeiro, entre as quais podemos citar: CFP (Certified Financial Planner); CEA (Certificação de Especialista em Investimentos ANBIMA) e o própria CFA (Chartered Financial Analyst), entre outras; 3) referências públicas (fim de se verificar se há alguma publicidade negativa que possa chamar a atenção); 4) avaliar se a filosofia e os serviços oferecidos são adequados às necessidades do cliente.

Finalmente, vale apontar pesquisa<sup>[37]</sup> de 2015, encomendada pela *Financial Engines*, maior *Independent Advisor* dos Estados Unidos, que verificou que a maioria das pessoas que ainda não trabalhavam com Planejadores Financeiros tinham interesse de fazê-lo no futuro, porém não o faziam, principalmente, pelos seguintes motivos: 1) preocupações com custos; 2) acharem que não possuíam ativos suficientes para trabalhar com um profissional; 3) não saber como um planejador financeiro poderia ajudá-lo.

Sendo assim, entendendo-se que estas causas podem ser trazidas para o caso brasileiro, uma maior transparência nos modelos de remuneração e potenciais conflitos de interesses, aliada a uma maior divulgação da profissão de planejador financeiro, podem trazer grandes benefícios aos profissionais, mediante aumento de suas bases de clientes, e aos clientes por passarem a contar com tais profissionais para auxiliá-los durante as diversas fases do ciclo de vida financeira.

## 6.1 Os benefícios de se trabalhar com um Planejador Financeiro

Os planejadores financeiros têm uma grande responsabilidade nas mãos. Há estudos que mostram que as pessoas não só confiam, como também esperam que as instituições financeiras provejam aconselhamento financeiro para seus clientes<sup>[39]</sup>. É estimado que cerca de 40 milhões de lares americanos recebam aconselhamento financeiro, seja de um planejador financeiro, seja de um profissional de investimentos<sup>[40]</sup>.

No Brasil, estes dados não são claros, mas podemos fazer uma aproximação via estatísticas da ANBIMA sobre clientes Private e Varejo Alta Renda e chegar ao número de mais de 6,3 milhões de pessoas neste segmento que

devem, de uma forma ou de outra, receber algum tipo de aconselhamento financeiro profissional.

Em um país no qual menos de 20% da população faz seu controle orçamentário pessoal via meio eletrônico (planilha ou aplicativo) e 49% assume não fazer controle algum<sup>[41]</sup>, o auxílio de um planejador financeiro para organização financeira doméstica já seria de enorme valia para grande parte da população. Além da falta de controle orçamentário, boa parte da população (41%) se sente insegura e gostaria de ter maiores informações para conseguir gerenciar e organizar seus recursos.

Merton (2012) propõe uma alternativa diferente para a educação financeira. Ao invés de livros e aulas, ele sugere que *feedbacks* realistas e opções de escolhas viáveis são a melhor forma de se educar as pessoas financeiramente. Este parece ser um dos principais pontos para se contar com um planejador financeiro<sup>13</sup>. O planejador financeiro deve informar ao seu cliente sua real situação e apresentar-lhe alternativas factíveis para que o cliente possa abordar esta situação de forma efetiva. Merton chama isso de “*learn by doing*”. Esta abordagem engaja o cliente muito mais ao plano e faz com que ele efetivamente aprenda a tomar as rédeas de sua vida financeira.

Sironi (2016) propõe a gamificação como uma ferramenta para este processo de aprendizado. Para o autor a gamificação pode tanto ser utilizada para induzir mudanças de comportamento de longo prazo quanto ser utilizada como uma poderosa ferramenta de diagnóstico de possíveis comportamentos dos investidores em momentos adversos de mercado, por exemplo. Com esta ferramenta em mãos, o planejador pode saber como lidar com possíveis vieses de seus clientes, além de ter um nível de conhecimento de seus clientes muito mais profundo.

Quando se pergunta a um investidor qual o maior benefício de se contratar um profissional de investimentos, a primeira coisa que vem à mente da maioria é a obtenção de maior rentabilidade do que aquela que seria obtida se investissem sozinhas. Seria repetitivo discorrer sobre como a teoria de investimentos descreve a dificuldade em se gerar alfa e sobre os dados empíricos corroboram estas teses.

---

13 Entende-se por planejador financeiro o profissional que executa as atividades detalhadas neste trabalho, independente de seu cargo formal.

Entretanto, um planejador financeiro pode, sim, agregar valor à carteira de um cliente. West e Schuesler afirmam que “talvez o maior valor que um *advisor* possa adicionar é proteger os clientes de si mesmos evitando seus alfas negativos”<sup>14</sup>. Eles se baseiam em um estudo já citado aqui que mostra que os investidores que incorrem em constantes compras e vendas de um mesmo fundo de investimentos acabam por ter uma rentabilidade média ao ano 2% inferior àquela destes próprios fundos. Além disso, já foi citado, também, estudo de Barber e Oden que documenta os efeitos nocivos que o excesso de giro da carteira de ações apresenta sobre o portfólio dos investidores individuais<sup>[28]</sup>.

Não que não deva existir por aí algum planejador financeiro que consiga, efetivamente, gerar o alfa tradicional (retorno acima de um benchmark) para seus clientes. Porém, dada a dificuldade de se gerar alfa já mencionada e o fato descrito na seção 4.3.1 deste trabalho sobre a própria dificuldade em se identificar o benchmark adequado para um investidor individual, seria leviano dizer que a geração de alfa, no sentido tradicional, é um dos benefícios de se contar com um planejador financeiro.

Statman (2004) define bem este ponto ao constatar que muitos profissionais, ao serem perguntados sobre o porquê dos custos de contratá-los, “respondem enfatizando seus serviços de bater o mercado e tirando a ênfase de seus serviços de aconselhamento, quando, na verdade, os benefícios dos Planejadores Financeiros estão, em sua maioria, no aconselhamento” (p.12, tradução nossa)<sup>15</sup>

Eis que surge, então, o conceito de gama.

O conceito de gama pode ser resumido como o valor adicional que um investidor individual obtém por tomar decisões de planejamento financeiro mais eficientes. Blanchett e Kaplan (2013) reconhecem que o gama pode variar entre diferentes tipos de investidores, porém propõem em sua abordagem o foco em cinco tipos de diferentes de fontes de gama relevantes para aposentandos: 1) utilizar uma abordagem de patrimônio total para determinar a alocação de ativos ótima; 2) uma estratégia dinâmica de retiradas durante a aposentadoria; 3) incorporação de produtos de renda garantida; 4) decisões de alocações eficientes do ponto de vista tributário;

14 Perhaps the biggest value an advisor can add is to save clients from themselves by eliminating their negative alpha. (West e Schesler, 2018, p. 5)

15 Financial advisors respond by emphasizing their beat-the-market services and de-emphasizing their advising services even though, in truth, the benefits of financial advisors are mostly in advising.

5) otimização do portfólio em relação aos passivos. Em seu artigo<sup>141</sup>, os autores sugerem que, destas cinco, a mais importante é a escolha de uma estratégia dinâmica de resgates. Os autores medem este efeito positivo pelo aumento percentual da renda certa na aposentadoria em um cenário base<sup>16</sup>. A partir de suas estimativas, os autores afirmam que “ao contrário do alfa tradicional, que é um jogo de soma zero após os custos, descobrimos que o gama pode ser alcançado por qualquer um seguindo uma estratégia eficiente de planejamento financeiro”<sup>17</sup>.

Sironi (2016) resume este ponto com maestria. Para o autor, os Planejadores Financeiros (*advisors*) devem terceirizar para ferramentas tecnológicas as atividades que estão se comoditizando, como construção e rebalanceamento de portfólio com instrumentos passivos, e focar nas chamadas atividades “gamma tasks”: estar ao lado do cliente durante os diferentes estágios de sua vida financeira, interagir proativamente com as mudanças constantes dos clientes, seja em relação aos seus objetivos, tolerância ao risco ou ambições, entre outras.

Em uma tentativa de se tentar trazer para o cotidiano de clientes e profissionais o conceito, pode se citar como possíveis atividades geradoras de gama: a verificação da viabilidade e a correta utilização de planos de previdência privada do tipo PGBL para diferimento fiscal, o auxílio na busca por estratégias de otimização tributária e planejamento sucessório, a definição do uso de seguros temporários e vitalícios a fim de proteger o Capital Humano sem comprometer a capacidade de poupança do indivíduo, a adequação da alocação estratégica ao perfil de investidor e aos possíveis vieses que possam afetar o cliente, selecionar opções de investimentos com custos mais baixos que aqueles praticados por diversas instituições financeiras, adequar os produtos financeiros aos objetivos dos clientes a fim de engajá-los mais ao processo, entre outros.

Em suma, os benefícios de se ter um aconselhamento profissional vão além da busca de uma maior rentabilidade para as aplicações financeiras. O Planejador Financeiro auxiliará seu cliente nos mais diversos aspectos de sua vida financeira, indo desde a organização financeira, passando pela alocação de ativos, gestão de riscos pessoais e podendo chegar até no planejamento sucessório.

---

16 We define Gamma as the additional value achieved by an individual investor from making more intelligent financial planning decisions, measured by the percentage increase in certainty-equivalent retirement income over a base case.

17 Unlike traditional alpha, which is a zero-sum game and likely a negative sum game after fees, we find that Gamma (and Gamma-equivalent alpha) can be achieved by anyone following an efficient financial planning strategy. (Blanchett e Kaplan, 2013, p.16)

O retorno econômico destas atividades pode ser difícil de se mensurar. Alguns até tentam por meio do conceito do gama. De qualquer modo, há um lado psicológico relacionado ao apoio que o bom profissional pode trazer para seu cliente em momentos de estresse nos mercados ou imprevistos na vida do próprio cliente que agrega um valor incalculável neste serviço.

Além disso, o planejador financeiro poderá trazer à tona assuntos antes não cogitados ou explorados pelo cliente, funcionando, também, com um educador financeiro, porém atuando de maneira mais prática e menos acadêmica. O planejador financeiro deve ir além da mera explicação sobre as características de produtos financeiros e seus riscos, deve auxiliar o cliente a definir seus objetivos e indicar a estratégia para alcançá-los, deve evitar que o cliente cometa erros caros e deve ajudar o cliente a proteger seus ativos, sejam eles financeiros ou humanos.

# CONCLUSÃO

## 7. Conclusão

Planejamento financeiro pessoal é um tema amplo e abordado por uma quantidade bem diversa de profissionais. Não há no Brasil hoje uma atividade regular de planejador financeiro, logo, o conceito de planejamento financeiro pessoal acaba sendo abordado sob diversos pontos de vista, por vezes de forma fragmentada e de acordo com afinidades e interesses de seus interlocutores.

Com este trabalho buscou-se mostrar que o escopo do planejamento financeiro pessoal é amplo, de fato, e que todas as partes do processo são igualmente importantes. Muito foco é dado para os investimentos e, principalmente, para a seleção de ativos, tanto por parte de clientes quanto por parte dos profissionais da indústria de investimentos. Este foco, porém, é míope. É necessário percorrer todas as fases do processo de planejamento financeiro para se fazer a correta seleção dos ativos.

Com o avanço tecnológico e aparição de diversas *fintechs*, é cada vez mais fácil se replicar a utilização de metodologias personalizadas de planejamento financeiro e conceitos de *Private Wealth Management*, antes exclusivos para clientes de altíssima renda, junto aos investidores do varejo. O conhecimento a fundo do cliente, tanto do ponto de vista patrimonial quanto individual, é parte importante de todo este processo. Antigos formulários de *suitability* com poucas perguntas genéricas ficam cada vez mais no passado. Entender o investidor e suas nuances, assim como potenciais vieses psicológicos que possam afetar sua vida financeira, é parte fundamental de todo o processo de planejamento financeiro.

Parece também ficar cada vez mais para trás a visão de que o indivíduo busca apenas maximizar o valor de seu portfólio dado determinado nível de risco. Comparações com benchmarkings genéricos, como o CDI e o Índice Bovespa, podem fazer sentido quando se pensa em ativos, mas não quando se entende a carteira do investidor individual sob a ótica de seus objetivos de vida. Neste caso, o benchmark passa a ser o atingimento de seus objetivos e o maior risco é a probabilidade de não atingi-los.

A metodologia *Goal-based Investing* parece ser a mais adequada para todo este processo de planejamento financeiro pessoal. Por um lado, a metodologia conta robustez sob a ótica do risco e retorno, por outro, ela engaja o indivíduo na montagem de seu portfólio. A correta definição de

objetivos, a priorização de objetivos conflitantes e o foco na mitigação dos riscos específicos do investidor fazem com que esta metodologia seja intuitiva para o investidor individual. Ao se formar uma carteira de investimentos com base em objetivos traçados pelo próprio investidor, coloca-se o cliente no centro da discussão e abre-se a possibilidade, inclusive, de se utilizar produtos financeiros que não apenas aqueles voltados para investimentos para se compor a carteira dos clientes.

Esta discussão se faz, em especial, importante aqui no Brasil. Em um país no qual poucas pessoas possuem a disciplina de controlar suas finanças e menos ainda são aquelas que conseguem efetivamente poupar algo para o futuro, o que se verá são cada vez mais pessoas dependendo do Estado para se sustentarem na aposentaria. Porém, a pergunta a se fazer é se o país terá suficiente reservas para sustentar tal contingente. Sendo assim, o planejamento financeiro pessoal se faz cada vez mais importante para o investidor brasileiro.

Com isso, a figura do planejador financeiro ganha importância. O planejador financeiro é alguém que auxiliará o indivíduo a navegar seu ciclo de vida financeiro, o protegerá de possíveis maus hábitos financeiros e de investimentos e trará à tona temas antes não pensados por ele, tais como planejamento sucessório, planejamento tributários e proteção contra imprevistos de curto prazo.

O planejador financeiro não deve se concentrar apenas na geração de alfa para seus seus clientes, afinal, as estatísticas não são muito favoráveis a este argumento. O planejador deve focar no processo de planejamento e em outros pontos que podem agregar muito valor à renda futura ou à probabilidade de atingimento dos objetivos de seus clientes, isto é, gerar gama para seus clientes por meio do planejamento financeiro e do conhecimento que possuem em diversas áreas das finanças pessoais.

Em suma, entender cada vez mais a pessoa por trás do investidor, seus medos e ambições, objetivos e restrições, e não tratá-lo apenas como um número, é a verdadeira essência do planejamento financeiro pessoal.

## 8. Referências bibliográficas

[1] SPC BRASIL, CNDL. **Hábitos dos brasileiros em relação ao uso do dinheiro**, 2018. Disponível em: [https://www.spcbrasil.org.br/wpimprensa/wp-content/uploads/2018/03/Analise\\_educacao\\_financeira\\_habitos\\_comportamento\\_marco\\_2018.pdf](https://www.spcbrasil.org.br/wpimprensa/wp-content/uploads/2018/03/Analise_educacao_financeira_habitos_comportamento_marco_2018.pdf)

[2] SPC Brasil e CNDL. **Educação financeira e a gestão do orçamento familiar**; 2018. Disponível em: <https://www.spcbrasil.org.br/wpimprensa/wp-content/uploads/2018/04/An%C3%A1lise-Gest%C3%A3o-do-Or%C3%A7amento-Familiar.pdf>

[3] SPC Brasil e CNDL. **O preparo para aposentadoria no Brasil**; 2018. Disponível em: <https://www.spcbrasil.org.br/wpimprensa/wp-content/uploads/2018/04/An%C3%A1lise-Preparo-para-Aposentadoria.pdf>

[4] SPC Brasil e CNDL. **Hábitos e opiniões dos brasileiros para a aposentadoria**; 2018. Disponível em: <https://www.spcbrasil.org.br/wpimprensa/wp-content/uploads/2018/05/H%C3%A1bitos-e-Opini%C3%B5es.pdf>

[5] BURKE, J. HUNG, A.A. **Do Financial Advisers Influence Savings Behavior?** RAND Corporation, 2015. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/10.7249/j.ctt19w72kb.7>

[6] FINANCIAL PLANNING STANDARD BOARD. **Financial Planing Practice Standards**. 2015. Disponível em: [https://www.fpsb.org/wp-content/uploads/2016/01/151027\\_doc\\_PracticeStandards\\_FINAL.pdf](https://www.fpsb.org/wp-content/uploads/2016/01/151027_doc_PracticeStandards_FINAL.pdf)

[7] PLANEJAR – **Associação Brasileiro de Planejadores Financeiros**. Disponível em: <https://www.planejar.org.br/institucional/posicionamento-estrategico/>. Acesso em: 16 jun. 2018.

[8] FPSB – **Financial Planning Standard Board**. Disponível em: <https://www.fpsb.org/about/>. Acesso em: 16 jun. 2018.

[9] CFA Institute. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/ethics>. Acesso em: 16 jun. 2018.

[10] MERTON, R.C. Observations on Financial Education and Consumer Financial Protection. BODIE, Z. SIEGEL, L.B. STANTON, L. In: **Life-cycle Investing: Financial Education and Consumer Protection**. Research Foundation of CFA Institute, 2012. P. 1-20.

[11] JENNINGS, W.W. HORAN, S.M. REICHENSTEIN, W. **Private Wealth Management: A review**. . Research Foundation of CFA Institute, 2010.

[12] EVENSKY, H. HORAN, S.M. ROBINSON, T.R. The New Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to **Managing and Investing** Client Assets. CFA Institute investment series. Wiley, 2011.

[13] SIRONI, Paolo. **FinTech Innovation: From robo-advisors to goal based investing and gamification**. Wiley, 2016.

[14] MAGINN, J.L. TUTTLE, D.L. PINTO, J.E. MCLEAVEY, D.W. **Managing Investment Portfolios: A dynamic process**. 3rd Edition, Wiley, 2007.

[15] CFA Institute. **Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional**. CFA Institue, 2014. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/code/code-ethics-standards/translation/portuguese-code.ashx>

[16] BRASIL. **Instrução Normativa 539 da Comissão de Valores Mobiliários, 13 de Novembro de 2013, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 554/14 3 593/17.** Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>

[17] LOEPER, D.B. **Rethinking Risk:** Risk versus early retirement. Wealthcare Capital Management: White Paper. 2000. Pag. 3. Disponível em: <https://www.wealthcarecapital.com/wp-content/uploads/2015/01/Risk.pdf>

[18] KLEMENT, J. **Investor Risk Profiling: An Overview.** CFA Institute Research Foundation, 2015.

[19] INSS – **Instituto Nacional do Seguro Social.** Disponível em: <https://www.inss.gov.br/orientacoes/perguntas-frequentes/>. Acesso em: 22 jun. 18

[20] FGTS – **Fundo de Garantia do Tempo de Serviço.** Disponível em: <http://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/sobre-fgts.aspx>. Acesso em: 22 jun. 18

[21] KORNIOTIS, G. M. and KUMAR, A. **Do Older Investors Make Better Investment Decisions?** Review of Economics and Statistics, Forthcoming. 2009. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=767125>.

[22] THALER, R., & BENARTZI, S. **Save More Tomorrow™:** Using behavioral economics to increase employee saving. Journal of Political Economy, 2004.

[23] IBBOTSON, R.G.; MILEVSKY, M.A.; CHEN, P.; ZHU, K.X. **Lifetime Financial Advice:** Human Capital, Asset Allocation and Insurance. CFA Institute Research Foundation, 2007.

[24] IPSOS PUBLIC AFFAIRS. **Seguros de Vida no Mercado Brasileiro.** 2018. Disponível em: <http://cnseg.org.br/data/files/D8/06/2E/CB/422694107C4E1594A88AA8A8/Resumo%20Pesquisa%20FenaPrevi%20-%20Coletiva.pdf> Acesso em: 20 jun. 2018

[25] ZURICH. **Income Protection Gaps:** challenge and opportunities. 2016. Disponível em: [https://www.zurich.com/\\_/media/dbe/corporate/knowledge/docs/income-protection-gaps-challenge-and-opportunity-june-2016.pdf](https://www.zurich.com/_/media/dbe/corporate/knowledge/docs/income-protection-gaps-challenge-and-opportunity-june-2016.pdf)

[26] S&P Dow Jones Indices. **SPIVA U.S. Scorecard.** 2017. Disponível em: <https://us.spindices.com/documents/spiva/spiva-us-year-end-2017.pdf>

[27] WEST, J. SCHUESLER, T. **Is Manager Selection Worth the Effort for Financial Advisors?** Research Affiliates. 2018. Disponível em: <https://www.researchaffiliates.com/documents/650-is-manager-selection-worth-the-effort-for-financial-advisors.pdf>

[28] BARBER, B. M. and ODEAN, T. **Trading is Hazardous to Your Wealth:** The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=219228>

[29] ARNOTT, R. KALESNIK, V. WU, L. **The Folly of Hiring Winners and Firing Losers.** Research Affiliates. 2018. Disponível em: <https://www.researchaffiliates.com/documents/630%20The%20Folly%20of%20Hiring%20Winners%20and%20Firing%20Losers.pdf>

- [30] COSTANZI, R.N. SIDONE, O.J.G. **Previdência:** Tendências Internacionais das Reformas. Brasília: Ipea, 2018. (Nota Técnica, n. 49)
- [31] FENAPREVI. **Pulso Brasil:** Economia, Política, Sociedade. Edição 157. Abril 2018. Disponível em: [http://conteudopublicacoes1.com.br/releases/Apresentacao\\_Ipsos\\_Press\\_Kit.pdf](http://conteudopublicacoes1.com.br/releases/Apresentacao_Ipsos_Press_Kit.pdf)
- [32] LISBOA, M. Década de 2020. In: RESENDE, A.L. NETO, A.F. BACHA, E. GOLDFAJN, I. LISBOA, M. MESQUITA, M. MALAN, P.S. **Economia Brasileira:** Notas Breves sobre as Décadas de 1960 a 2020. 2018. Disponível em: <http://www.scribd.com/doc/371162456>
- [33] IPSOS PUBLIC AFFAIRS. **Previdência Privada no Mercado Brasileiro.** 2018. Disponível em: <http://cnseg.org.br/data/files/53/86/04/D6/FOB79410B07E6794A88AA8A8/Pesquisa%20FenaPrevi-Ipsos%20Previd%C3%Aancia%20Complementar%20Aberta.pdf>
- [34] BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perspectivas para a inflação:** Relatório Trimestral de Inflação. Setembro de 2017. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/gci/port/RI%203T17.pdf>
- [35] ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos - Maio/2018.** Disponível em: [http://www.anbima.com.br/data/files/E4/91/E1/38/C3924610DAEF4246A9A80AC2/Consolidado%20Historico%20de%20Fundos%20de%20Investimento\\_201805.zip](http://www.anbima.com.br/data/files/E4/91/E1/38/C3924610DAEF4246A9A80AC2/Consolidado%20Historico%20de%20Fundos%20de%20Investimento_201805.zip)
- [36] ANBIMA. **Estatísticas Varejo** - Março/2018. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/76/67/79/1B/B4A6361093A4163678A80AC2/Estatistica%20de%20Varejo%20201803.xls>
- [37] FINANCIAL ENGINES. **The Human touch:** The role of financial advisors in a changing advice landscape. Pesquisa. Sunnyvale: 2015.
- [38] MERRIMAN, P.A. **Get Smart or Get Screwed:** How To Select The Best and Get The Most From Your Financial Advisor. Regalo LLC: 2012.
- [39] Georgarakos, D. and R. Inderst (2014). **Financial advice and stock market participation.** European Central Bank Working Paper Series nº1296.
- [40] Linnainmaa, J. T. Melzer, B. Previtero, A. **The Misguided Beliefs of Financial Advisors** (May 16, 2018). Kelley School of Business Research Paper No. 18-9. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3101426>
- [41] BLANCHETT, D. KAPLAN, P. **Alpha, Beta and Now...Gamma.** Morningstar. 2013. Disponível em: <https://corporate1.morningstar.com/uploadedFiles/US/AlphaBetaandNowGamma.pdf>
- [42] STATMAN, M. **What Do Investors Want?** 2004. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=603683>
- [43] ANBIMA. **A trajetória financeira do brasileiro.** 2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/76/83/F1/CF/9297F5108901E1F599A80AC2/Relatorio-A-trajetoria-financeira-do-brasileiro.pdf>
- [44] Das, S. Markowitz, H. Scheid, J. Statman, M. **Portfolio Optimization with Mental**

**Accounts.** JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS Vol. 45, No. 2, Apr. 2010, pp. 311–33

[45] Chhabra, A. B., **Beyond Markowitz:** A Comprehensive Wealth Allocation Framework for Individual Investors. The Journal of Wealth Management, Vol. 7, No. 4, pp 8-34, 2005. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=925138>





**Board of Directors**  
2018-2020

**Mauro Miranda, CFA**  
President

**Felipe Nogueira, CFA**      **Sonia Villalobos, CFA**  
*Vice President*              *Treasurer*

**Luís Fernando Affonso, CFA**      **Eric Tsai, CFA**  
*Institutional Relations and Advocacy*      *Marketing and Communication*

**Márcia Sadzevicius, CFA**      **Gustavo Herkenhoff Moreira, CFA, MSc**  
*New Initiatives and Partnerships*      *Credentialing*

**Advocacy Committee**

**Luís Fernando Affonso, CFA**  
*Chairman*

**Daniel Celano, CFA**  
*Vice Chairman*

**Ana Novaes, CFA**

**Júlio Cardoso, CFA**

**Gustavo Rezende, CFA**



**CFA Society  
Brazil**

Disponível em: [www.cfasociety.org.br](http://www.cfasociety.org.br)

Agência Brasileira do ISBN  
ISBN 978-85-94022-03-5



9 788594 022035