



## Tema: A forma como a atitude perante o risco afeta as decisões de investimento

Por: Prof. Doutor Pedro Rino Vieira | Professor de Finanças no ISEG | Coordenador Executivo do Master in Law and Management.

O vínculo entre a decisão financeira e a tolerância ao risco é intrincado e moldado por fatores como a idade, experiência e contexto. Esta relação é impactada pelas nossas emoções, que nos afastam da decisão racional. Contudo, as decisões de investimento são tomadas, implementadas e monitorizadas por profissionais à luz do perfil de risco do cliente. Apesar disso poderá existir uma diferença entre a perceção de risco do cliente e o seu próprio perfil, não havendo legislação ou algoritmos que possam eliminar esse gap.

Todos os dias é preciso tomar um certo número de decisões. Algumas são mais intuitivas e menos arriscadas. Mas outras, como onde investir as poupanças, podem envolver grande risco ou incerteza, com as suas consequências a irem muito além da mera possibilidade de vestir uma peça de roupa que não encaixa no outfit. Uma má decisão relativamente à poupança para a reforma pode ter um impacto não negligenciável nos últimos vinte a trinta anos de vida. Na verdade, uma das decisões mais comuns que é preciso tomar é a decisão financeira de investimento ou de consumo. De uma forma muito simples, depois de definir o padrão de consumo, sabemos o que sobra para investir e é preciso encontrar a alocação que melhor responde aos nossos objetivos e ao nosso perfil. Usando outras palavras, a solução de investimento mais confortável ou que maximize o nosso conforto.

Maximizar o conforto é uma forma de dizer: escolher os ativos cuja combinação otimiza a nossa carteira de investimento. Como qualquer problema de investimento na vida real, há restrições que se impõe e que devem ser respeitadas. Duas ideias chamam de imediato a nossa atenção: escolha e investimento ótimo. A escolha de algo passa por tomar uma decisão. Depois de Pascal ter introduzido o conceito de valor esperado no século XVII, o século XVIII assistiu ao nascimento da teoria da utilidade, a qual propõe que se tome a decisão que optimize a utilidade das nossas decisões. Isto passa por conhecer os diferentes outcomes possíveis das nossas decisões e escolher a que maximiza a utilidade do outcome. Na Teoria económica fala-se em maximizar a utilidade da nossa riqueza. Portanto, o objetivo é selecionar a carteira de investimento com maior rendibilidade de modo a maximizar o nosso património.

A ideia de obter a maior rendibilidade possível é uma espécie de cântico de sereia. Mas tal como o cântico de sereia, procurar maior rendibilidade tem um custo. Esse

custo é incorrer em maior risco, logo aumentar a probabilidade de ter perdas. Apesar de bastante intuitiva, é necessário fazer uma pausa para introduzir o conceito de risco e incerteza. Risco, em finanças, é tradicionalmente visto como a obtenção de uma realidade diferente da esperada. Considere-se um investimento A em que a rendibilidade esperada é de 10%, mas pode variar entre 8 e 12% com elevada probabilidade. E considere-se um investimento B em que a rendibilidade esperada pode variar em 6 e 14% com a mesma probabilidade. Neste caso, B é mais volátil do que A, pelo que é mais arriscado. Note-se que temos aqui uma probabilidade associada. Quando não conhecemos esta probabilidade fala-se de incerteza. Apesar de representar pior a realidade, os modelos económicos focam-se, usualmente, em risco.

Exigirmos maior rendibilidade para correr mais risco significa exigimos um prémio de risco para compensar o diferencial de risco assumido. Este fenómeno mostra que somos agentes avessos ao risco. Só toleramos mais risco, se formos compensados por isso. De forma talvez inesperada, a teoria económica mainstream, assume que todos nós estamos de acordo sobre o prémio de risco adequado a um determinado investimento. Provavelmente é um pressuposto com pouca aderência à realidade, mas matematicamente muito conveniente. O argumento que o prémio de risco é igual para todos é facilmente desmontável. Ao longo dos últimos 50 anos, um sem número de investigadores, nomeadamente da psicologia matemática, mostraram sem margem para dúvidas, que os pressupostos que suportam este resultado não têm aderência à realidade. Mas mesmo assumindo que não e que a teoria económica mainstream tem razão... há algo que não é igual para todos. Este algo é a tolerância ao risco. Cada investidor tem a sua própria tolerância ao risco, o que significa que cada carteira de investimento no conjunto de oportunidades de investimento tem uma utilidade ...

... diferente, pelo que escolhemos a que otimiza a utilidade, dada a nossa tolerância ao risco. Esta diferente tolerância ao risco entre indivíduos é facilmente observável em todos os domínios da nossa vida, desde o recreativo, ético, profissional até ao de investimento, passando pelo jogo.

Antes de prosseguir, importa esclarecer que a definição de tolerância ao risco aqui seguida está mais próxima da vontade de correr riscos, mas não esquece a capacidade de correr riscos. De facto, o CFA Institute define tolerância ao risco como a combinação entre a vontade de correr riscos e a capacidade de correr riscos. Não corre riscos quem quer, mas quem pode perder dinheiro sem comprometer a sua própria vida. É uma definição particularmente avisada.

Voltando ao texto... o mais interessante é que a tolerância ao risco varia ao longo do tempo e varia de acordo com o objetivo do investimento. Um investidor com objetivos ligados a necessidades primárias, como comprar uma casa para primeira habitação, um carro, a educação dos filhos ou a reforma é menos tolerante ao risco do mesmo investidor que invista para dar a volta ao mundo.

Fatores como a idade... o conhecimento financeiro, experiência em investimentos, o contexto profissional, o contexto familiar tanto na vida infantil como na vida familiar, herança genética entre muitos outros fatores ajudam a explicar diferentes tolerâncias ao risco. Alguns são anedóticos, como os homens adolescentes altos serem mais tolerantes ao risco do que homens adolescentes baixos. Outros são intrigantes. Tradicionalmente as mulheres são consideradas menos tolerantes ao risco do que os homens.

No entanto, um estudo conduzido em Inglaterra<sup>(1)</sup> mostrou que numa escola só para raparigas, o nível de tolerância médio era similar ao dos homens. Na altura foi sugerido que a diferença esbateu-se porque as mulheres num contexto puramente feminino não se sentem obrigadas à compliance com o papel social que é esperado delas.

Apesar de muito apelativa e conveniente em termos matemáticos, pensar risco como um desvio à rendibilidade esperada é uma forma de conceptualizar o risco pouco aderente à realidade. Ficar acima da rendibilidade esperada não é motivo de preocupação, já ficar abaixo e perder dinheiro é motivo de escândalo. Kahneman e Tversky, prémio Nobel da economia em

2002, mostraram que os investidores têm Aversão às Perdas. De tal maneira, que estão dispostos a correr riscos adicionais para evitar perdas adicionais. É um fenómeno conhecido no Texas Poker como "all in" e entre nós como "tudo ou nada".

Neste quadro, não é surpreendente que investidores com maior propensão ao risco invistam em carteiras mais voláteis. Mercados com investidores com maiores níveis de tolerância ao risco tendem a ter maior liquidez, assente em maiores níveis de trading protagonizado por investidores com overconfidence ansiosos por bater o mercado e sem colocarem na equação o impacto dos custos de transação. Igualmente pouco surpreendente é que investidores menos tolerantes ao risco prefiram depósitos a prazo e tenham menores níveis de dívida. Já investidores com "myopic loss aversion" tendem a perder o foco no todo e tomam decisões irracionais com base em movimentos conjunturais, abrindo caminho para o reconhecimento que investidores racionais são como os unicórnios... não existem, isto nas palavras de Markowitz, prémio nobel da Economia em 1991 por ter desenvolvido a Moderna Teoria da Carteira.

António Damásio, no seu livro À Procura de Espinosa, explica que os seres humanos têm duas formas complementares de tomar decisões. O caminho A, totalmente racional, leva a que algumas imagens mentais sejam projetadas na mente, como opções de ação e suas consequências futuras. Com base nestas imagens chega-se a uma decisão através de diferentes estratégias de raciocínio. No entanto, ao mesmo tempo, recordam-se memórias emocionais antigas vividas em situações semelhantes, que é o caminho B.

Esta recordação, consciente ou não, influencia o processo de tomada de decisão condicionando a análise da situação. Se uma decisão tomada numa situação anterior provocou alguns resultados e sentimentos agradáveis, numa situação atual semelhante tenderemos a tomar uma decisão semelhante sem um raciocínio racional abrangente que leve em conta o contexto atual. Se o quadro mudou, a decisão tomada muito provavelmente não será a melhor ou a mesma a que se chegaria usando a maneira racional. Assim, os indivíduos no processo de tomada de decisão utilizam não apenas o raciocínio analítico, mas também memórias afetivas de experiências passadas.

De facto, as emoções desempenham um papel relevante no processo de tomada de decisão em geral, e decisão de investimento, em particular. A neurociência já ...

... mostrou que perante oportunidades de investimento percebidas como injustas provocam forte atividade cerebral em zonas relacionadas com a resposta emocional, bem como atividade conflituante entre a razão e o conhecimento e a emoção. Isto traduz-se numa resposta menos racional perante cenários de grande volatilidade bolsista. A experiência acumulada ao longo de anos de prática profissional conseguem compensar a resposta emocional, conduzindo a decisões mais racionais.

A tolerância ao risco é, de forma bastante vincada, crítica na escolha da carteira de investimentos. No entanto, há uma especificidade que complica bastante esta relação. A falta de experiência e/ou conhecimento financeiro leva muitos investidores individuais a confiar as suas decisões no aconselhamento de consultores financeiros ou mesmo a delegar a gestão das suas poupanças a gestores de carteiras profissionais (gestão discricionária). É claro que tais advisers devem conhecer com precisão o perfil de risco de seus clientes para gerir adequadamente as suas poupanças, garantindo que o risco da carteira maximiza a utilidade do investidor, sob pena de haver uma grande dissonância entre a tolerância ao risco e o perfil da carteira. Esta necessidade é amplamente reconhecida em diretivas e leis como a DMIF 2, muito embora não haja nem nunca haverá regulamentação que dê total segurança aos investidores. A lei deve ser geral e abstrata, aplicando-se a todos, mas não sendo adequada a ninguém. Por outro lado, os investidores também precisam de conhecer as atitudes de risco dos seus gestores de conta, a fim de se formarem pares com um matching de perfil de risco adequado.

Apesar da inegável importância de compreender a tolerância ao risco dos clientes para prestar aconselhamento financeiro sólido, importa perceber que a atitude em relação ao risco é apenas uma das várias variáveis que devem ser levadas em consideração.

Os efeitos de contexto e microestrutura também podem restringir a decisão de investimento. Em conjunto estes fatores podem justificar uma diferença significativa entre a tolerância ao risco e o risco assumido numa determinada carteira de investimento. Esta diferença pode levantar desafios importantes para os gestores de carteiras, que devem considerar o perfil de risco de um determinado investidor como um limite para a volatilidade da sua carteira. Um segundo tema vem da diferença entre decisões arriscadas e decisões de confiança. Por um lado, a decisão de investimento individual é uma decisão

arriscada que depende da tolerância ao risco do investidor.

Por outro lado, quando um indivíduo delega a uma sociedade gestora uma parte de seu património, a decisão subjacente não é uma decisão arriscada, mas uma decisão de confiança, já que agora a sua rendibilidade também depende de decisões de profissionais. Essas sociedades gestoras estão obrigadas a cumprir com os seus deveres perante os clientes, nomeadamente o de adequar o perfil de risco do investidor ao perfil do respetivo produto ou carteira de investimento, com o objetivo de assegurar, tanto quanto possível, a congruência entre o risco assumido, o pretendido e o percecionado. No entanto, a decisão de confiança é entre dois extremos: confiar ou não confiar. Já as decisões arriscadas irão cair algures no meio do contínuo entre investimento sem risco e investimento com risco total, seja lá o que isto seja. Curiosamente, confiar no gestor de conta/financeiro ajuda os investidores a reduzir o risco percebido de suas decisões de investimento. Esta distinção entre risco e confiança é, pois, muito relevante e tem implicações importantes na forma como os profissionais devem lidar com os seus clientes.

<sup>1</sup> Booth, A. L. and P. Nolen (2012). Gender differences in risk behaviour: does nurture matter? *The Economic Journal* 122(558), F56–F78.

*As opiniões expressas são pessoais e vinculam apenas o autor.*

*Artigo redigido a 9 de abril*

Para além da Direção de Estratégia, contribuiu para a elaboração deste documento, para a revisão do mesmo, a Direção de Supervisão e Compliance.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

[www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt)

*Esta informação é realizada com um objetivo informativo. Não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato ou investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.*

*A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do Grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., por perdas ou danos causados pelo seu uso.*

*As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.*

*A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores (IFI) ou dos Documentos de Informação Fundamental (DIF) e dos Prospetos, disponíveis em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e [www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt)*

*Salvo autorização expressa da Caixa Gestão de Ativos, não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.*



**Caixa. Para todos e para cada um.**



Caixa Gestão de Ativos