

Guilherme Bragagnollo Vieira

**GESTÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS: UMA
PROPOSTA PARA RETENÇÃO DE CLIENTES**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção.

São Paulo

2014

Guilherme Bragagnollo Vieira

**GESTÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS: UMA
PROPOSTA PARA RETENÇÃO DE CLIENTES**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção.

Orientador:

Prof. Dr. Renato de Oliveira Moraes

São Paulo

2014

FICHA CATALOGRÁFICA

Vieira, Guilherme Bragagnollo

Gestão de recursos de terceiros: uma proposta para retenção de clientes / G.B. Vieira. -- São Paulo, 2014.

80 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Investidor (Aspectos psicológicos) 2.Instituições financeiras 3.Satisfação do consumidor I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

DEDICATÓRIA

Aos meus pais e a todos que
acreditaram em mim.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Jocélia e Ubiraci, pelo amor, incentivo e apoio em todos os momentos de minha vida. Aos meus irmãos, Beatriz e Gustavo, pelo carinho e amizade.

Aos grandes amigos Adilson, Allan, Felipe e Haley, pelas grandes experiências vividas em todos esses anos.

Aos amigos da Engenharia de Produção, pelos inúmeros trabalhos e momentos de descontração passados juntos.

À minha gestora e companheiros de trabalho, pela compreensão e contribuição ao aprendizado.

Ao professor Renato de Oliveira Moraes, pela paciência e conselhos valiosos ao longo da orientação desse trabalho.

RESUMO

O mercado financeiro apresenta em seus últimos anos um cenário dinâmico e volátil, marcado pela competição agressiva das instituições. Nessas circunstâncias, cresce a importância da retenção de clientes em uma unidade de gestão de recursos de terceiros (*Asset Management*), que oferece, dentre diversos serviços, fundos de investimento personalizados para as necessidades de indivíduos com grandes fortunas.

Tais fundos de investimento, denominados fundos Exclusivos, pela simplificação, são veículos onde é realizada alocação dos recursos do cliente em ativos financeiros, em um processo que envolve a identificação dos objetivos de retorno, horizonte de investimento, necessidades de liquidez e nível de risco tolerado pelo cliente.

Nesse contexto, o problema apresentado é a perda recorrente de parcela dos clientes, ocasionado pelo não atendimento das expectativas do cliente. Durante o desenvolvimento do trabalho, foi identificado que a inadequação entre os riscos que os clientes estão dispostos a aceitar e o que era praticado nos investimentos foi o principal motivo para a saída de clientes da instituição financeira. Com o objetivo de aumentar a retenção de clientes, o trabalho aprofundou o estudo das causas dessa inadequação e propôs melhorias para a sua solução, envolvendo elementos das finanças comportamentais.

Palavras-chave: Retenção de Clientes; Qualidade; Finanças Comportamentais; Fundo de Investimento; Instituições Financeiras.

ABSTRACT

Over the last few years, financial markets have been through a dynamic and volatile environment, marked by aggressive competition from institutions. In these circumstances, the importance of customer retention in a third party asset management division, which offers, among many services, investment funds tailored to the needs of high net worth individuals.

Such investment funds, which will be called Private Funds, by simplification, are vehicles where occurs the asset allocation of the customer's resources, a process that involves the identification of customer's return objectives, investment horizon, liquidity needs and risk tolerance level.

In this context, the issue presented is a recurring customer defection rate, occasioned by customer's expectations not being met. During the development of the work, it was identified that the mismatch between the risks that customers are willing to accept and what was executed in investments was the main reason for defection of the financial institution. With the goal of increasing customer retention, the work has deepened the study of the causes of this inadequacy and proposed enhancements to its solution, involving elements of behavioral finance.

Keywords: Customer Retention; Quality; Behavioral Finance; Investment Fund; Financial Institutions.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Gráfico do volume de captação de novos recursos.....	14
Figura 2 - Gráfico do volume de fundos exclusivos transferidos.....	15
Figura 3 - Gráfico de Rentabilidade Acumulada - Fundo [A].	17
Figura 4 - Gráfico da Rentabilidade Acumulada- Fundo [A] e Fundo [B].....	18
Figura 5 - Três Estratégias Competitivas Genéricas.....	26
Figura 6 - Classificação dos processos de serviço.....	29
Figura 7 - Zona de Tolerância.....	32
Figura 8 - Modelo dos 5 <i>Gaps</i>	34
Figura 9 - Entradas e Saída do Processo de Investimento.	41
Figura 10 - Método Proposto.	48
Figura 11 - Macro Processo de Investimento.	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Abordagens propostas para os momentos da verdade críticos	68
Tabela 2 - Questão sobre a perda máxima aceitável	70

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

CDI – Certificado de Depósito Interbancário

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBOVESPA – Índice Bovespa

RFB – Receita Federal do Brasil

VaR – Value at Risk

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	11
1.1.	Contexto do trabalho	11
1.2.	A Empresa	12
1.3.	O Estágio	13
1.4.	O Problema	13
1.5.	Objetivo do trabalho	15
1.6.	Relevância	19
1.7.	Estrutura do Trabalho	19
2.	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	21
2.1.	Mercado Financeiro	21
2.1.1.	Banco de Investimento	21
2.1.2.	Fundos de Investimento	22
2.2.	Retenção de Clientes	24
2.3.	Estratégia Competitiva Genérica	26
2.4.	Serviços	27
2.4.1.	Características das Operações de Serviços	27
2.4.2.	Tipologia em Serviços	28
2.4.2.1.	Serviços Profissionais	29
2.4.2.2.	Loja de Serviços	30
2.4.2.3.	Serviços de Massa	30
2.4.3.	Qualidade em Serviços	30
2.4.4.	Expectativa do Cliente	31
2.4.5.	Modelo dos “5 gaps”	33
2.4.6.	Momento da verdade e ciclo do serviço	35
2.4.7.	SERVQUAL	36
2.4.8.	Gestão das Expectativas dos Clientes	37
2.5.	Risco	38
2.5.1.	Conceito de Risco	38
2.5.2.	Value at Risk	38
2.6.	Processo de Investimento	39
2.6.1.	Etapa de Planejamento	39

2.6.2.	Etapa de Execução.....	40
2.6.3.	Etapa de Realimentação	41
2.6.4.	Tolerância ao risco	41
2.7.	Finanças Comportamentais	42
2.8.	Síntese da Revisão Bibliográfica	45
3.	MÉTODO DE PESQUISA.....	47
4.	DESENVOLVIMENTO DO TRABALHO	49
4.1.	Descrição das etapas principais do serviço	49
4.2.	Análise do Contexto.....	50
4.3.	Análise do Processo de Investimento.....	52
4.3.1.	Macro Fluxo do Processo de Investimento	53
4.4.	Análise dos processos críticos.....	54
4.4.1.	Processo de definição da política de investimentos	54
4.4.2.	Processo de planejamento da estratégia de investimentos	56
4.4.3.	Processo de construção e revisão da carteira de investimentos.....	56
4.4.4.	Processo de monitoramento dos parâmetros relacionados ao investidor	57
4.5.	Identificação dos Gaps	57
4.5.1.	Análise das Medidas Propostas para Minimização dos Gaps	60
4.6.	Propostas de melhoria	60
4.6.1.	Utilização de uma medida de risco para a tolerância ao risco.....	61
4.6.2.	Gestão das expectativas e percepções	62
4.6.2.1.	Abordagem para os vieses cognitivos.....	64
4.7.	Plano de implementação das propostas.....	69
4.7.1.	Definição do Limite de Risco.....	69
4.7.2.	Incorporação no controle de riscos.....	70
4.7.3.	Capacitação dos profissionais	71
4.8.	Resultados esperados	71
5.	CONCLUSÃO	73
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	77

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto do trabalho

O mercado financeiro está sofrendo diversas mudanças nos últimos anos. A competitividade cresceu de forma significativa devido à redução dos *spreads* cobrados pelos bancos públicos, levando os bancos privados a acompanharem esse movimento para não perderem o *market share*.

Os bancos competem também com outras instituições financeiras, como, por exemplo, cooperativas de crédito e financeiras, pois os produtos e serviços podem ser facilmente replicados. Dessa maneira, em um cenário onde todos os bancos oferecem serviços similares, a vantagem competitiva é gerada por preço ou por qualidade.

A pressão dos órgãos reguladores por mecanismos de maior controle de risco, como as alterações definidas no acordo de Basileia III, impõem restrições à atuação dos bancos na gestão dos seus recursos próprios, influenciando áreas geradoras de resultados importantes para os bancos, como tesourarias, e implicam em uma tendência de transformação dos negócios dos bancos da forma como são realizados atualmente (VALOR ECONÔMICO, 2014).

Simultaneamente, a riqueza dos clientes do segmento de alta renda continua a crescer. Segundo dados do banco Credit Suisse (2013), o número de milionários no Brasil em 2018 alcançará um crescimento de 84% em relação a 2013, motivado por aberturas de capital, fusões e aquisições de empresas.

Nesse contexto, as atividades de gestão de recursos de terceiros se consolidam como uma atividade que gera grande valor agregado para o cliente e, portanto, como uma área que ganha cada vez mais importância para os bancos.

1.2. A Empresa

A empresa analisada no trabalho é uma instituição financeira que atua como banco múltiplo, possuindo banco de varejo e banco de investimento, que atendem tanto pessoas físicas como jurídicas. Fundada no Brasil, na década de 50, faz parte de um conglomerado financeiro privado de atuação global. Será utilizado o nome fictício Banco Zeta para nomear a instituição. Em 2013, seu faturamento foi superior a R\$ 13 bilhões de reais.

O foco do trabalho é a gestora de recursos de terceiros (*Asset Management*), que corresponde a uma divisão do banco de investimento que oferece o serviço de gestão dos recursos de seus investidores através da gestão de fundos de investimentos.

Dentre as diversas estruturas possíveis de fundo de investimento, existem os fundos Exclusivos, que possuem um único cotista, e os fundos Restritos, que são compostos por um grupo de cotistas com objetivo comum, como uma família ou grupo de amigos (FORTUNA, 2008). Para efeito de simplificação, no decorrer do trabalho será utilizado apenas o termo fundo Exclusivo.

A *Asset Management* é composta por duas categorias principais de serviços oferecidos, que são a gestão de fundos para investidores em geral e a gestão de fundos Exclusivos. As duas categorias atuam servindo vários segmentos, como investidores institucionais e indivíduos com alta renda.

Mais especificamente, a área de *Asset Allocation* é responsável pela gestão dos fundos Exclusivos para o segmento de indivíduos com alta renda. O principal investimento dentro dos fundos Exclusivos é a aplicação de recursos em outros fundos de investimento, por meio da compra de cotas, distribuídos por outras gestoras de recursos de terceiros. O objetivo deste processo é diversificar a sua carteira de ativos, permitindo ganhos consistentes e uma diminuição da exposição aos riscos.

Quanto ao público alvo, os fundos Exclusivos atendem principalmente aos clientes da divisão de banco “premium” (*Private Banking*). A divisão de Private Banking oferece

serviços financeiros a indivíduos de alta renda e os profissionais que trabalham nela são responsáveis pela gestão do relacionamento com esses clientes. De modo geral, os esforços de captação são realizados por esses profissionais.

O processo de decisão sobre os ativos que compõem a carteira é feito por um processo de avaliação dos gestores de recursos e respectivos fundos de investimento. Nesse processo, diversos fatores são analisados, como o desempenho dos fundos, experiência dos gestores, processo de tomada de decisão e gestão de riscos, controles operacionais praticados, entre outros. O objetivo é identificar gestores de qualidade e com capacidade de repetir o sucesso alcançado no passado, e o processo inclui questionários e entrevistas com os gestores dos fundos investidos.

1.3. O Estágio

O estágio ocorreu na divisão de *Asset Allocation*. Dentre as principais atividades desempenhadas no período de estágio, as que possuíram maior destaque foram:

- manutenção de planilhas, banco de dados e outras ferramentas que auxiliam a gestão dos fundos sob gestão da área;
- elaboração de relatórios gerenciais;
- elaboração de relatórios e apresentações para clientes;
- desenvolvimento de ferramentas para auxiliar a tomada de decisão;
- desenvolvimento de estudos sobre os gestores de recursos atuantes no Brasil, e sobre o mercado como um todo;
- monitoramento de fundos de investimentos no mercado;
- participação em reuniões com gestores de recursos.

1.4. O Problema

Comparando-se os serviços oferecidos pela área, o mais relevante é o de gestão de fundos Exclusivos, que representa cerca de 80% do total de ativos sob gestão e cerca de 75% da receita gerada. Tal segmento obteve um crescimento de mais de 50% nos últimos 12 meses. Embora a captação líquida de novos recursos tenha sido excepcional, a perda

de mandatos de gestão de fundos Exclusivos impediu que os números fossem ainda maiores, conforme pode ser observado na Figura 1.

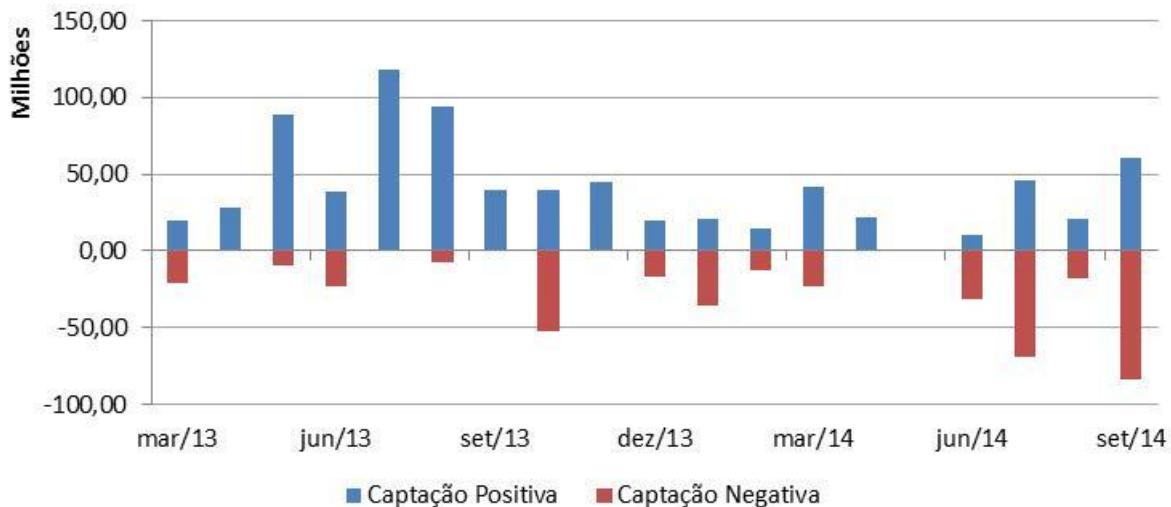


Figura 1 - Gráfico do volume de captação de novos recursos.

Fonte: Dados do Banco Zeta. Elaborado pelo autor.

Os profissionais da empresa que possuem maior responsabilidade na captação de recursos são os gerentes de relacionamento, da divisão de *Private Banking*. Eles possuem avaliação de desempenho baseada nessa métrica e são responsáveis pela abordagem comercial inicial. A área de *Asset Allocation* participa do processo apenas em seu estágio final, como especialista do produto, responsável por propor uma solução personalizada para o cliente. Portanto, o aumento da captação positiva pode ser explicado pela força da capacidade comercial da divisão de *Private Banking*.

Em relação à parcela negativa, existem diversas situações em que o cliente pode estar insatisfeito com o serviço e exprime sua insatisfação através do resgate parcial ou total dos recursos aplicados. No entanto, o resgate parcial ou total não significa necessariamente que o cliente esteja insatisfeito com o serviço, como em casos em que o cliente necessita dos recursos para realizar outros investimentos com objetivos diferentes, como compra de imóvel ou empresa.

Por outro lado, os Fundos Exclusivos possuem como característica a possibilidade de transferência de gestão para outra instituição financeira, caso seja a vontade de seus

cotistas. Em relação à captação da área, tem-se que a transferência de gestão para outras instituições foi o principal responsável pela parcela de captação negativa.

Ademais, uma ação do cliente em que é possível ter certeza do grau de satisfação em relação ao serviço é no momento em que ele solicita a transferência da gestão para outra instituição financeira. Na empresa foco do trabalho, a solicitação de transferência da gestão está ocorrendo em uma frequência preocupante, como demonstrado na Figura 2.

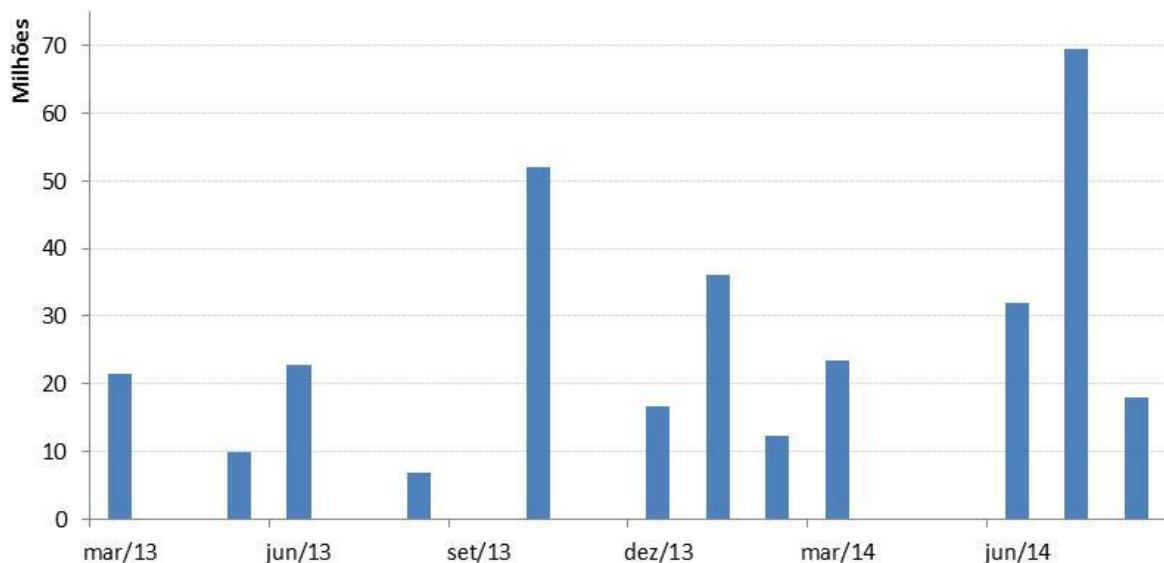


Figura 2 - Gráfico do volume de fundos exclusivos transferidos.

Fonte: Dados do Banco Zeta. Elaborado pelo autor.

Assim, pode-se concluir que há uma insatisfação recorrente de clientes quanto ao serviço prestado, influenciando o resultado financeiro da organização.

1.5. Objetivo do trabalho

O objetivo do trabalho é aumentar a retenção de clientes, através do estudo das causas que levaram os clientes a migrar para outras instituições, de modo a corrigir as falhas encontradas e melhorar o serviço prestado para os clientes atuais.

A principal reclamação apontada pelos clientes, segundo entrevista com o superintendente da área, foi o desempenho abaixo das expectativas. O desempenho

geralmente é comparável a um índice de referência, como o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) ou o Índice Bovespa (Ibovespa).

Foi realizada uma sessão de *brainstorming* com os integrantes da área, para levantar possíveis causas para o desempenho insatisfatório. Foram identificadas como possíveis causas:

1 - seleção dos ativos insatisfatória;

2 - aumento da exposição a riscos da carteira de investimentos do fundo Exclusivo próximo a um momento de alta volatilidade do mercado. O aumento da volatilidade dos ativos pode acarretar em perdas acima do que o cliente estava acostumado;

3 - redução da exposição a riscos da carteira de investimentos do fundo Exclusivo próximo de um momento de recuperação, após um momento de alta volatilidade, ocasionando um desempenho positivo, mas não compensando perdas incorridas anteriormente.

Percebe-se que há uma relação de causa-e-efeito entre as possíveis causas 2 e 3. Ao analisar a carteira de ativos dos fundos transferidos, foi possível identificar um fenômeno que ocorreu em mais de 80% dos casos. Os recursos dos clientes foram alocados de acordo com um risco definido em reuniões com os clientes e os consultores financeiros. No entanto, em momentos de alta volatilidade do mercado, quando os retornos dos ativos foram negativos e, de maneira geral, em um grau elevado, os clientes demandaram uma redução de exposição ao risco em suas carteiras. A redução de exposição a riscos levou à redução da capacidade do fundo de recuperar-se das perdas e alcançar um desempenho dentro da zona de tolerância do cliente. Um exemplo desse fenômeno é ilustrado na Figura 3, onde é apresentado o retorno de um fundo de investimento em comparação com um índice de referência, o CDI.

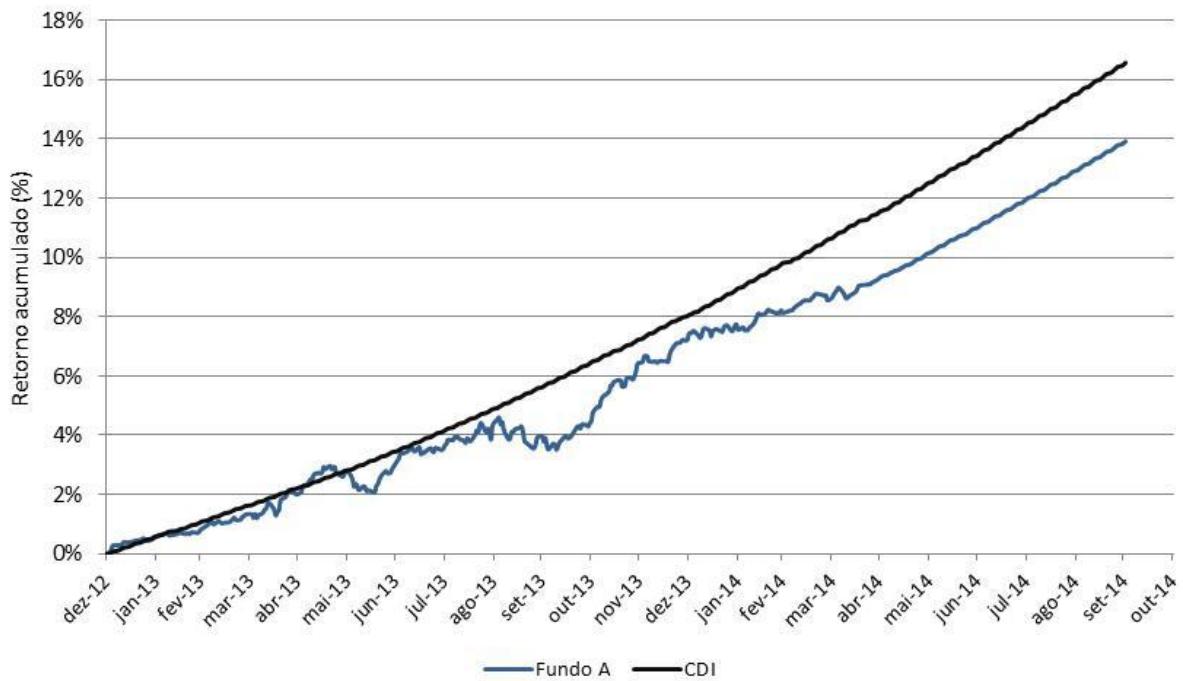


Figura 3 - Gráfico de Rentabilidade Acumulada - Fundo [A].

Fonte: Dados da CVM. Elaborado pelo autor.

A comparação entre o desempenho de um fundo de investimento com redução da exposição a riscos [A] e o desempenho de outro fundo que manteve a sua alocação [B], considerando perfis de risco e alocações similares, está ilustrada na Figura 4. No gráfico é possível observar também que o retorno do fundo [A] está próximo do seu índice de referência, o que é geralmente aceitável pelo cliente, indicando que a seleção de ativos pode ser considerada satisfatória.

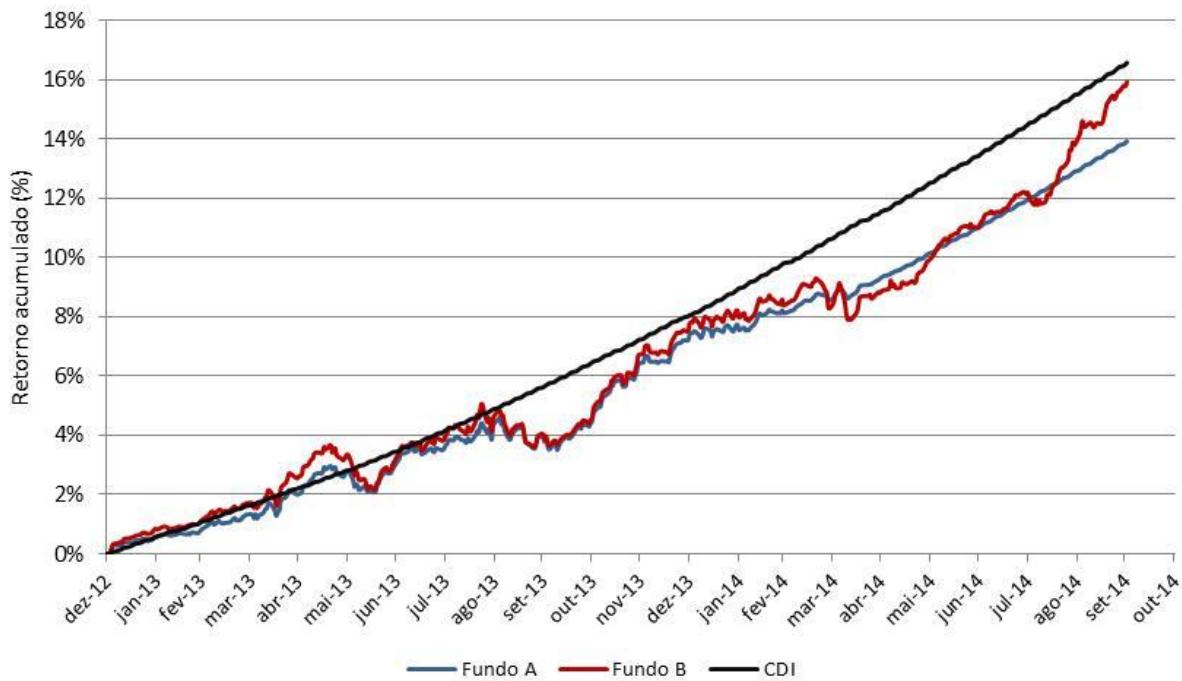


Figura 4 - Gráfico da Rentabilidade Acumulada- Fundo [A] e Fundo [B].

Fonte: Dados da CVM. Elaborado pelo autor.

A ocorrência do aumento da exposição a riscos na carteira próximo a um momento de alta volatilidade do mercado e a redução da exposição a riscos na carteira em um momento de recuperação têm como principal causa a inadequação entre a tolerância a risco do cliente e a exposição a risco que existe nas carteiras dos fundos de investimento.

Assim, o objetivo específico do trabalho será identificar as causas dessa inadequação e propor soluções para as falhas encontradas, de modo a melhorar o serviço prestado para os clientes atuais e, consequentemente, aumentar a retenção de clientes. Para atingir tal objetivo, propõe-se:

- Analisar o serviço prestado, através de suas características, processos, proposta de valor e qualidade apresentada;
- Identificar e analisar as causas da inadequação entre a tolerância a risco do cliente e a exposição a risco que existe nas carteiras dos fundos de investimento;
- Analisar os processos críticos envolvidos;
- Elaborar propostas de melhoria para as causas do problema.

1.6. Relevância

O desenvolvimento desse tema de trabalho é relevante para o Banco Zeta, devido ao potencial de aumento da retenção de clientes, que custa menos do que atrair um novo cliente. De acordo com Reichheld (1996), o custo de aquisição de um novo cliente é estimado em cinco vezes o custo de retenção, devido aos custos de propaganda, descontos nos preços, entre outras causas. Para a *Asset Management* e *Private Banking*, os custos relacionados ao tempo despendido e salário dos profissionais são relevantes.

Existem alguns casos de clientes do Banco Zeta que possuem outros fundos Exclusivos em outras instituições financeiras. Ao focar na retenção desses clientes, é possível que, ao longo da relação, os recursos migrem para o Banco Zeta.

Os clientes de fundos Exclusivos, ao longo de sua relação com o Banco Zeta, podem consumir outros serviços da instituição financeira, como produtos de crédito, assessoria financeira, entre outros. De acordo com Johnston e Clark (2002), esse vínculo múltiplo gera um relacionamento mais forte, difícil de ser quebrado.

Além disso, os clientes podem promover uma divulgação boca a boca, aumentando as chances de captação de novos recursos.

1.7. Estrutura do Trabalho

O trabalho será apresentado de acordo com a seguinte divisão. O capítulo 1 é a Introdução, que tem como objetivo apresentar a empresa e a área escolhida como objeto do trabalho, o problema a ser estudado, os objetivos do trabalho em relação ao problema, a relevância do tema e a estrutura do trabalho. Dessa maneira, o problema é apresentado e contextualizado, e os objetivos do trabalho são definidos.

No capítulo 2 é realizada a revisão bibliográfica onde é apresentada a fundamentação teórica dos diversos conceitos que serão utilizados no desenvolvimento do trabalho. Os temas principais que foram pesquisados são: mercado financeiro, estratégia competitiva

genérica, conceitos de serviços, retenção de clientes, processo de alocação de recursos, conceitos de riscos e finanças comportamentais.

No capítulo 3 é apresentado o método de pesquisa a ser utilizada no desenvolvimento do trabalho e as etapas previstas para sua execução.

No capítulo 4 ocorre a execução do método apresentado no capítulo anterior. Os conceitos estudados na revisão bibliográfica são aplicados para analisar o contexto de prestação do serviço, suas características, análise do serviço e do processo de investimento, com o objetivo de identificar as causas do problema apontado anteriormente e propor soluções para o mesmo.

No capítulo 5 é apresentada a conclusão final do trabalho, onde é realizada a análise final do trabalho e sugestões para futuros projetos.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O capítulo atual tem como objetivo apresentar a fundamentação teórica dos diversos conceitos que serão utilizados no desenvolvimento do trabalho. Os conceitos serão apresentados na mesma ordem em que são abordados no desenvolvimento do trabalho.

Primeiro, serão apresentadas as características do mercado financeiro e de fundos de investimento, para compreender as particularidades do setor de atuação da empresa.

Em um segundo momento, estratégias de retenção de clientes e estratégias competitivas genéricas serão abordadas.

Em seguida, serão apresentados os principais conceitos de serviços, englobando elementos sobre suas características, tipos de estratégias competitivas em serviços e qualidade em serviços, para embasar a análise do serviço.

Depois, o processo de investimentos e suas características serão estudados, de modo a entender como funciona a participação do cliente nesse processo. Dadas as incertezas encontradas no mercado financeiro, os elementos relacionados a riscos também serão abordados.

Por fim, elementos do estudo do comportamento de investidores também serão abordados, pois é importante conhecer o impacto de aspectos psicológicos nas decisões dos clientes, para que a atividade de gestão de recursos dos mesmos seja feita de maneira eficiente.

2.1. Mercado Financeiro

2.1.1. Banco de Investimento

Bancos de investimento tradicionalmente eram definidos como uma atividade de aquisição de ativos financeiros e de venda para investidores, mas atualmente suas atividades são compostas por uma gama de produtos e serviços mais extensa

(FLEURIET, 2008), que são oferecidos, na maioria dos casos, de acordo com a seguinte estrutura básica (STOWELL, 2013):

- Divisão de *Investment Banking*: foco em consultoria financeira para levantamento de capital e fusões e aquisições;
- Divisão de *Trading*: oferece serviços de análise de ativos financeiros (*Research*) e de investimento, intermediação e gestão de risco para investidores e também para investimento proprietário;
- Divisão de *Asset Management* (Gestora de Recursos de Terceiros): foco em realizar a gestão dos recursos de investidores individuais e institucionais.

2.1.2. Fundos de Investimento

Os fundos de investimento são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão que é responsável por fiscalizar as empresas que participam do mercado de fundos de investimento para proteger os investidores desse tipo de produto, e estão sob supervisão da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), entidade criada pelos próprios agentes do mercado financeiro com o objetivo de constantemente aprimorar os padrões éticos e operacionais apresentados.

A Instrução CVM N° 409/2004 dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, definidos como: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros [...].” (Instrução CVM N° 409/2004, Cap. 1, Art. 1º)

Dessa forma, dada a sua constituição em condomínio, pode-se concluir que um fundo de investimento é um veículo que permite a aplicação coletiva de recursos de seus participantes, denominados cotistas, em ativos de renda fixa, ações, moedas, commodities, dentre outros.

Assim, por ser uma forma coletiva de investimento, apresenta um diferencial em relação aos custos, que são diluídos entre os cotistas. Outros benefícios apresentados são:

facilidade e simplicidade de aplicação, diversificação do risco, gestão profissional, liquidez, dentre outras (FORTUNA, 2008).

As principais vantagens de um fundo Exclusivo, em relação aos fundos de investimento tradicionais e em relação a investir diretamente em um ativo financeiro, são:

- Gestão personalizada: os investimentos dentro do fundo Exclusivo são realizados de acordo com os objetivos e perfil de risco do cotista, diferente de um fundo de investimento tradicional, onde existem diversos cotistas e o objetivo é definido antes dos mesmos investirem seus recursos. Caso o cotista não estiver satisfeito com a gestão realizada, ele pode transferir o fundo de investimento para outra instituição financeira;
- Vantagem tributária: as movimentações realizadas dentro de um fundo de investimento são isentas do pagamento de impostos. Os impostos são pagos quando o cotista resgatar do fundo de investimento e em dois momentos no ano, quando ocorre a incidência do “come-cotas”, o que permite que haja compensação das perdas com os ganhos, resultando em uma eficiência tributária maior do que o investimento em um ativo diretamente (FORTUNA, 2008).

O “come-cotas” é um evento que acontece em dois momentos no ano (maio e novembro), onde ocorre a redução na quantidade de cotas que o cotista possui, no valor de 15% (para fundos de longo prazo) ou 20% (para fundos de curto prazo) sobre os lucros obtidos no período (Instrução Normativa Receita Federal do Brasil Nº 1.022/2010).

Os fundos Exclusivos podem possuir condomínio aberto, onde são permitidos aplicações e resgates livremente, ou fechado, que possui um prazo determinado de vencimento. Os fundos de condomínio aberto possuem como vantagem sua maior liquidez para o cotista, enquanto o fundo de condomínio fechado possibilita uma vantagem tributária, pois o fundo não sofre a incidência do “come-cotas” (FORTUNA, 2008).

O cotista de um fundo de investimento paga uma taxa de administração e, dependendo do produto, uma taxa de performance, calculada em relação ao retorno acima de um índice de referência. Tais taxas compõem a receita gerada para a divisão de *Asset Management* (FLEURIET, 2008). Dessa forma, o custo do serviço, para o cliente, é composto pelo pagamento da taxa de administração e da taxa de performance.

2.2. Retenção de Clientes

Segundo Ahmad e Buttle (2001), o conceito de retenção de clientes é oposto ao conceito de perda de clientes, ou seja, uma alta retenção de clientes possui o mesmo significado que uma pequena perda de clientes.

De acordo com Reichheld (1996), o custo de aquisição de um novo cliente é estimado em cinco vezes o custo de retenção, devido aos custos de propaganda, descontos nos preços, entre outras causas. Além disso, clientes com uma longa relação com a empresa geram mais benefícios do que os novos, pois compram um volume maior e em mais quantidades e podem promover uma divulgação boca a boca (REICHHELD, 1996).

De acordo com Johnston e Clark (2002), o aumento da retenção de clientes que sejam leais gera ainda mais benefícios, pois eles:

- Podem estar dispostos a pagar preços mais altos;
- Proporcionam redução de custo, pois retê-los é mais barato do que conquistar novos clientes;
- Estão preocupados com a organização e seus serviços, e, portanto, ajudam a melhorar seus serviços;
- Estão mais suscetíveis a relacionamentos multifacetados, que são formados por vínculos múltiplos entre o cliente e o prestador de serviço, e aumentam a fidelização do cliente.

Keaveney (1995, apud Ahmad e Buttle, 2001) identificou oito variáveis que podem explicar as mudanças de prestador de serviço: preço, inconveniência, falha dos serviços

essenciais, ineficiência na recuperação de falhas do serviço, problemas éticos, fatores involuntários, questões relacionadas à competição e falhas nos encontros de serviço. Segundo Keaveney (1995, apud Ahmad e Buttle, 2001), seis variáveis podem ser controladas pelo prestador de serviço, portanto barreiras podem ser criadas para evitar a perda de clientes.

No entanto, a decisão de priorizar a estratégia de aquisição ou de retenção de clientes depende dos objetivos da empresa e de seu contexto de atuação. Para empresas com uma base de clientes estabelecida, a retenção de clientes resultará em mais resultados, especialmente em mercados maduros com concorrência acirrada (ZEITHAML; BERRY; PARASURAMAN, 1996).

Para Zeithaml et. al (1996), a retenção de clientes é uma consequência da percepção do cliente sobre a qualidade do serviço. Assim, uma estratégia baseada nessa ideia é a de fechar os gaps entre as expectativas e as percepções do cliente em relação ao serviço prestado.

No entanto, a satisfação do cliente não é garantia de retenção. Reichheld (1996) afirma que mesmo clientes satisfeitos podem resolver troca de prestador de serviço, caso a expectativa em relação ao que ele irá receber em outro serviço seja melhor do que a percepção do que ele recebe atualmente (REICHHELD, 1996). O inverso é verdadeiro, pois clientes insatisfeitos podem decidir continuar como clientes, devido à expectativa de não encontrar um serviço melhor em outro lugar. Beckett et al. (2000) citam alguns exemplos relacionados a instituições financeiras, como clientes que não veem diferenciação entre os prestadores de serviços, clientes cuja motivação é conveniência, e clientes que consideram o potencial esforço de trocar de instituição financeira como sendo maior do que as potenciais recompensas.

Reichheld (1996) propõe uma abordagem baseada na aquisição de clientes, funcionários e investidores “leais”, que possuam a mesma visão de relacionamento de longo prazo. Ao analisar o comportamento do cliente em situações passadas, é possível identificar se ele é suscetível a alterar o prestador de serviço de acordo com a menor oferta. Assim, evita-se converter possíveis clientes que possuem um menor custo de

aquisição, mas que podem deixar de ser clientes da empresa ao receber uma oferta menor de um concorrente, dando-se prioridade a clientes “leais” que tem menor suscetibilidade aos concorrentes.

Muitas vezes, a perda de clientes é motivada por fatores fora do controle da empresa. DeSouza (1992, apud Ahmad e Buttle, 2001) defende que as empresas devem considerar entrevistar os seus antigos clientes para descobrir as razões da saída. No entanto, pode ser difícil convencer os clientes a concordar em realizar entrevistas e divulgar as informações.

Assim, a retenção de clientes oferece para as empresas uma vantagem competitiva como estratégia de longo prazo para gestão dos clientes e como potencial estratégia de *marketing*, devido à comunicação boca a boca (AHMAD; BUTTLE, 2001).

2.3. Estratégia Competitiva Genérica

Porter (1986) apresenta três abordagens estratégicas genéricas que podem ser utilizadas com o objetivo de superar seus concorrentes: estratégia de liderança no custo total, estratégia de diferenciação e estratégia de enfoque. As suas diferenças estão ilustradas a seguir:



Figura 5 - Três Estratégias Competitivas Genéricas.

Fonte: Porter (1986).

- Liderança no custo total: nessa estratégia, o foco da organização é reduzir os custos totais, de modo que sejam menores do que os custos dos concorrentes. Para atingir esse objetivo, a organização busca ganhar escala eficiente e reduzir custos e despesas da produção e de áreas de apoio;

- Diferenciação: busca diferenciar o produto ou serviço oferecido, tornando-o único no mercado, através do desenvolvimento de elementos como imagem da marca, tecnologia, qualidade, dentre outras;

- Enfoque: a estratégia de enfoque canaliza os esforços em um conjunto específico de clientes de um setor, excluindo os outros. Ao atuar em um escopo mais restrito, a empresa busca atingir uma ou ambas as posições estratégicas de liderança em custo e diferenciação.

2.4. Serviços

2.4.1. Características das Operações de Serviços

Na definição de Gronrös (1990), o conceito de serviços pode ser entendido como uma atividade ou conjunto de atividades em que ocorrem interações entre o cliente e o provedor do serviço, com objetivo de encontrar soluções para os problemas do cliente.

Para classificar os sistemas de operações de serviços, Fitzsimmons e Fitzsimmons (2005) propõem as seguintes características diferenciadoras das operações de serviços, que podem se inter-relacionar:

- **Participação do cliente:** o cliente deve estar presente na prestação do serviço, o que aumenta a atenção em relação às instalações físicas. O cliente pode participar da operação ativamente ou passivamente, e o seu conhecimento, experiência e motivação podem afetar o desempenho do serviço;

- **Simultaneidade:** como o serviço é consumido no momento de sua produção, ele não pode ser estocado. Isso leva à criação de filas, na qual a capacidade do sistema e o

uso do tempo são baseados. A simultaneidade também dificulta o controle de qualidade em serviços, pois, diferentemente de produtos físicos, não podem ser inspecionados antes da entrega;

- **Perecibilidade:** diferentemente dos produtos físicos, os serviços não podem ser estocados, pois são consumidos no momento de sua produção (simultaneidade);
- **Intangibilidade:** os serviços são intangíveis, ou seja, não podem ser vistos, sentidos ou ouvidos. Isso dificulta a avaliação do resultado e da qualidade do serviço, aumentando o risco percebido pelo cliente, que se baseia fortemente em referências e na reputação da empresa. Como inovações em serviços não são patenteáveis, eles podem ser facilmente replicados, reduzindo a barreiras à entrada;
- **Heterogeneidade:** devido à participação do cliente e à sua intangibilidade, o serviço prestado será diferente em cada momento, variando de cliente para cliente.

No processo de prestação de um serviço, o grau de interação e a extensão do contato dos profissionais com o cliente podem ser utilizados como parâmetros importantes da gestão das operações de serviços. Nesse sentido, uma classificação que pode ser utilizada é a divisão entre *front office* e *back office*. Atividades de *front office* possuem uma interação mais intensa e com maior tempo de duração, e portanto são mais complexas, requerendo profissionais com maior preparo. Já as atividades de *back office* acontecem de forma mais objetiva e com menor contato (CORRÊA; CAON, 2002).

2.4.2. Tipologia em Serviços

Existem diversas formas de classificar os processos de serviços, devido às diferenças que resultam para os clientes, profissionais e para as organizações. Silvestro et al. (1992) propõe uma classificação para os processos de serviços, baseada em seis dimensões:

- Foco em pessoas ou equipamentos;
- Foco no processo ou no produto;
- Predominância de atividades de *front office* ou *back office*;

- Grau de contato com o cliente;
- Grau de personalização do serviço;
- Grau de autonomia dos profissionais.

Tal classificação, que ilustra os diferentes tipos de processos de serviços, é apresentada na Figura 6, através da relação entre a variedade do serviço oferecido e o volume de serviços prestado (baseado no número de clientes processados em um dia por uma unidade determinada).

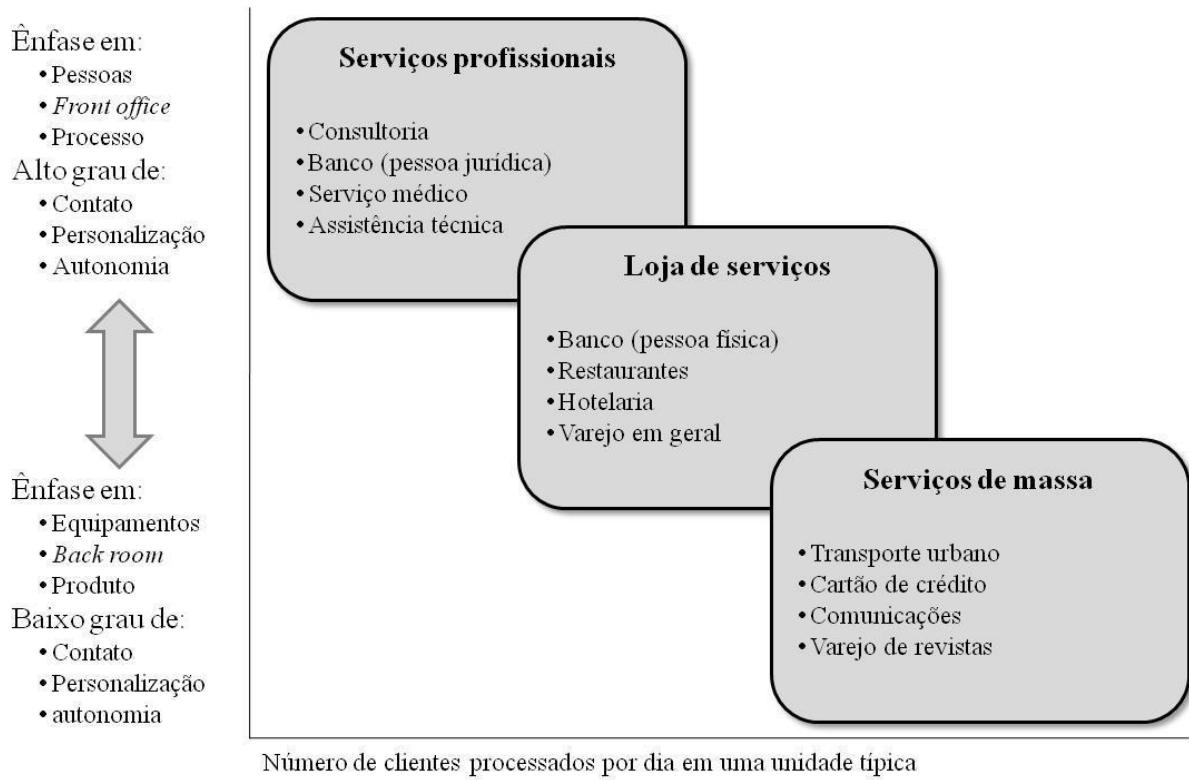


Figura 6 - Classificação dos processos de serviço.

Fonte: Silvestro et al. (1992).

2.4.2.1. Serviços Profissionais

Os serviços profissionais possuem como característica principal o baixo volume de clientes atendidos e a grande personalização do serviço prestado de acordo com as necessidades de cada cliente.

A grande personalização do serviço prestado, motivada pela ênfase da organização em oferecer soluções para os seus clientes, implica em vários pontos de contato com seus clientes (JOHNSTON; CLARK, 2002), de modo que o ciclo do processo de prestação de serviço é longo, resultando em um baixo número de clientes processados por dia (GIANESI; CORRÊA, 1994).

Outra implicação é que a capacidade da empresa é associada à capacidade de seus profissionais. Assim, a organização vende a sua capacidade de atender as necessidades dos clientes através das habilidades e experiência de seus profissionais, e um dos desafios é reter essas habilidades. Os profissionais atuam também no design do serviço, e, portanto devem possuir um alto grau de autonomia (JOHNSTON; CLARK, 2002).

2.4.2.2. Loja de Serviços

As lojas de serviços mesclam características dos serviços profissionais e de massa. É uma classificação abrangente, que possibilita nuances em cada uma das variáveis. Assim, a maioria das operações de serviço é englobada nessa classificação (CORRÊA; CAON, 2002).

2.4.2.3. Serviços de Massa

Os serviços de massa são serviços em que um grande número de clientes é atendido, através de processos e produtos com pouca variabilidade. A padronização permite ganhos com economia de escala (JOHNSTON; CLARK, 2002).

2.4.3. Qualidade em Serviços

Parasuraman et al. (1988) definem a percepção de qualidade do serviço como a discrepância entre a expectativa do cliente e sua percepção sobre o serviço prestado. Os autores defendem que a percepção da qualidade do serviço é um julgamento global sobre o serviço prestado, enquanto a satisfação é relacionada a momentos específicos do serviço. No entanto, os dois elementos estão relacionados, pois a somatória da percepção de satisfação ao longo do tempo resulta na percepção de qualidade do serviço.

Gronrös (1990) propõe a divisão de qualidade do serviço em dois tipos de qualidade complementares: a qualidade técnica, que envolve os resultados que o cliente realmente obtém do serviço; e a qualidade funcional, que envolve a maneira como o serviço é entregue.

No entanto, Ganesi e Corrêa (1994) defendem que as necessidades do cliente também sejam consideradas, pois são um estimador de suas expectativas no longo prazo. Assim, sempre que possível, o fornecer de serviços deverá identificar as expectativas do cliente, pois elas serão utilizadas pelo cliente na avaliação do serviço no curto prazo, e também suas reais necessidades, de modo que o sistema de operações do serviço possa se capacitar para atendê-lo no longo prazo.

No caso de serviços profissionais, onde o fornecedor de serviços está apto a identificar as reais necessidades do cliente, pois possui um conhecimento superior ao conhecimento do cliente, ele deverá procurar influenciar as expectativas do cliente de modo que elas sejam adequadas às suas reais necessidades. E, caso não seja possível a adequação das expectativas, o fornecedor deve considerar não prestar o serviço, pois pode ser mal avaliado no futuro, mesmo tendo prestado um bom serviço (GIANESI; CORRÊA, 1994).

2.4.4. Expectativa do Cliente

Zeithaml et al. (1993, apud Johnston e Clark, 2002) defendem que as expectativas dos clientes podem ser enquadradas em uma zona de tolerância, definida entre os valores desejados e os mínimos aceitáveis, como ilustrado pela Figura 7. Variações dentro da faixa de desempenho irão apenas ter efeitos marginais na percepção e, portanto, efeitos reais sobre a qualidade percebidas só ocorrerão quando o desempenho for inferior ou superior à faixa de desempenho (JOHNSTON; CLARK, 2002).

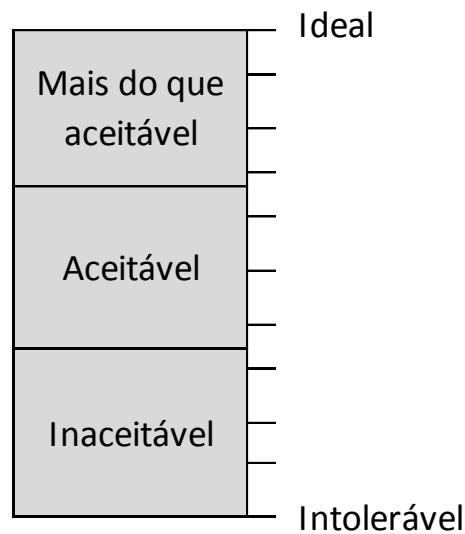


Figura 7 - Zona de Tolerância.
Fonte: Adaptado de Johnston e Clark (2002).

Experiências insatisfatórias podem causar a alteração da zona de tolerância para cima, implicando que percepções de transações futuras do processo do serviço podem ser consideradas inaceitáveis, embora antes estivessem dentro da zona de tolerância (JOHNSTON; CLARK, 2002).

Gianesi e Corrêa (1994) destacam quatro fatores que influenciam a formação das expectativas do cliente em relação ao serviço:

- Comunicação boca a boca: como os clientes não conseguem avaliar previamente o serviço, eles baseiam-se em recomendações de outros clientes que já utilizaram o serviço do fornecedor e/ou de concorrentes (GIANESI; CORRÊA, 1994);
- Experiência anterior: a expectativa do cliente é influenciada também por suas experiências anteriores. Assim, se um serviço for bem avaliado, ele irá aumentar a expectativa para as próximas vezes. A prestação do serviço de um fornecedor concorrente pode ser a experiência anterior do cliente, influenciando sua expectativa (GIANESI; CORRÊA, 1994);
- Comunicações externas: inclui a comunicação da própria empresa e também a comunicação de elementos externos (como concorrentes e *sites* de avaliação de

serviços). Existem dois perigos: elevar as expectativas a nível que não possa ser atingido e criar expectativas baixas que não atraiam o cliente (CORRÊA; CAON, 2002);

- Necessidades pessoais: cada cliente possui uma necessidade específica, que muitas vezes é conflitante com seus desejos, criando uma expectativa inadequada. Portanto, o fornecedor deve ajustar as necessidades e desejos dos clientes com suas expectativas (CORRÊA; CAON, 2002).

2.4.5. Modelo dos “5 gaps”

Parasuraman et al. (1985) propõem a utilização do modelo dos “5 gaps”, que, ao combinar os fatores responsáveis pela formação de expectativas e percepções do cliente, auxilia a análise das causas da falha de qualidade. Os *gaps*, ou lacunas, ilustrados na Figura 8, são:

- **GAP 1:** é causado pela discrepância entre a expectativa do cliente e a percepção gerencial, ou seja, quando os gerentes de serviço não conseguem identificar os elementos que o serviço deve possuir e o nível de performance que os clientes esperam que seja entregue (PARASURAMAN; ZEITHAML; BERRY, 1985).

Gianesi e Corrêa (1994) apresentam algumas ações que podem ser realizadas para corrigir e/ou prevenir essa falha da qualidade: foco/seleção dos clientes, pesquisa, pré-formação das expectativas dos clientes, desagregação do conceito de qualidade, canal de comunicação formal e informal, redução da distância entre gerência e funcionários da linha de frente e desenvolvimento de uma cultura de serviços.

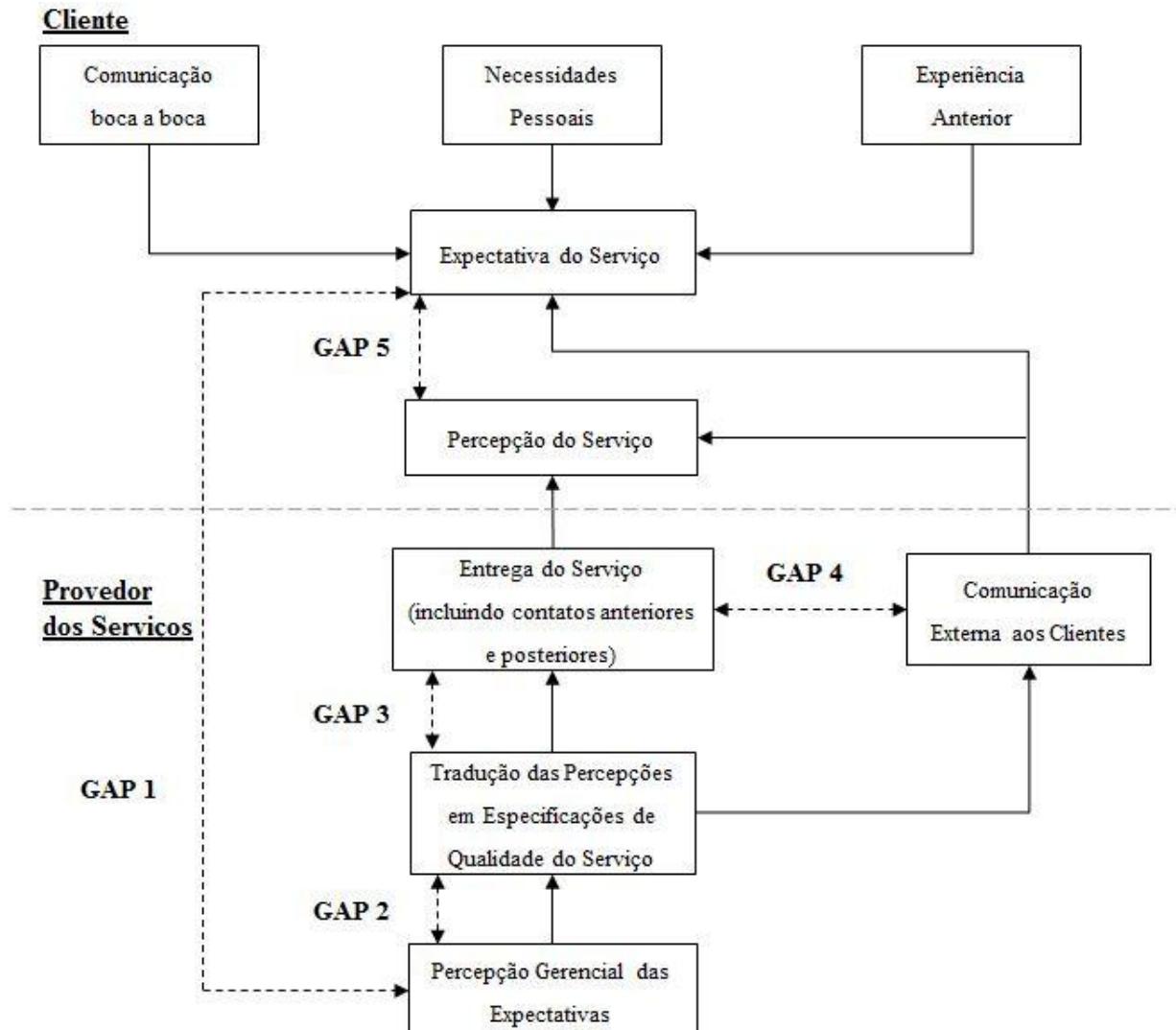


Figura 8 - Modelo dos 5 Gaps.

Fonte: Adaptado de Parasuraman et al. (1985).

- **GAP 2:** é causado pela discrepância entre a percepção gerencial sobre as expectativas dos clientes e as especificações da qualidade do serviço. Vários fatores podem causar essa falha da qualidade, como restrições de recursos, condições de mercado e indiferença da gerência (PARASURAMAN; ZEITHAML; BERRY, 1985). Muitas vezes, expectativas consideradas importantes não são consideradas na especificação do serviço (GIANESI; CORRÊA, 1994).

Gianesi e Corrêa (1994) apresentam algumas ações que podem ser realizadas para corrigir e/ou prevenir essa falha da qualidade: análise do pacote de serviços, análise do ciclo do serviço e análise dos momentos da verdade.

- **GAP 3:** é causado pela discrepância entre as especificações do serviço e o desempenho do serviço prestado. Mesmo em casos em que os processos sejam adequados, a variabilidade do desempenho dos profissionais pode levar a falhas da qualidade (PARASURAMAN; ZEITHAML; BERRY, 1985).

Gianesi e Corrêa (1994) apresentam algumas ações que podem ser realizadas para corrigir e/ou prevenir essa falha da qualidade: adequação do processo às expectativas dos clientes, adequação da tecnologia ao trabalho, adequação dos funcionários ao trabalho, estabelecimento de padrões, definição de medidas de avaliação de desempenho, utilização de ferramentas de análise da qualidade e utilização de medidas à prova de falhas.

- **GAP 4:** é causado pela discrepância entre a entrega do serviço e a comunicação externa com os clientes. Promessas exageradas e a falta de informações sobre o serviço prestado podem gerar falhas na qualidade. Assim, a comunicação externa afeta tanto a expectativa do cliente, quanto a percepção sobre o serviço prestado (PARASURAMAN; ZEITHAML; BERRY, 1985).

Gianesi e Corrêa (1994) apresentam algumas ações que podem ser realizadas para corrigir e/ou prevenir essa falha da qualidade: coordenação entre *marketing* e operações, formação de expectativa coerente e comunicação durante o processo.

- **GAP 5:** é causado pela discrepância entre a expectativa e a percepção do serviço prestado, ou seja, pela ocorrência dos *gaps* 1 a 4. Para minimizar essa falha da qualidade, é necessário que o sistema como um todo consiga operar de forma adequada.

2.4.6. Momento da verdade e ciclo do serviço.

Normann (1993 apud Corrêa e Caon, 2002) propõe a utilização da expressão “momento da verdade” para caracterizar as situações de contato com o cliente, nas quais ele vai acumulando percepções sobre o serviço prestado, que irão influenciar o seu grau de satisfação e fidelização. A sequência de momentos da verdade, em ordem cronológica, é denominada ciclo de serviço (CORRÊA; CAON, 2002).

Cada momento da verdade possui um grau de importância para o cliente e, portanto, existem momentos da verdade que podem ser considerados críticos. Segundo Ganesi e Corrêa (1994), os primeiros e últimos momentos da verdade geralmente são críticos, pois os momentos iniciais preparam a percepção do cliente para o que poderá acontecer no restante do ciclo do serviço, e os momentos finais são os que permanecem mais fortes na memória do cliente.

Ao mesmo tempo, em cada momento da verdade, as expectativas podem ser diferentes, intrínsecas às necessidades naquele momento. Assim, cada situação de contato possui um conjunto de critérios com maior relevância para o cliente (GIANESI; CORRÊA, 1994).

Portanto, a determinação de quais critérios de avaliação são críticos, através da análise dos momentos da verdade críticos, é fundamental para que o fornecedor do serviço possa dar prioridade aos elementos que mais contribuem para a formação da percepção do cliente (GIANESI; CORRÊA, 1994).

A somatória das percepções dos clientes nos momentos da verdade resulta na percepção sobre o serviço prestado. Portanto, no ciclo de serviço é gerada a percepção do desempenho do serviço (CORRÊA; CAON, 2002).

2.4.7. SERVQUAL

Parasuraman et al. (1988) propõem, a partir de estudos empíricos, a utilização de cinco dimensões utilizadas pelos clientes na avaliação da qualidade do serviço:

- **Tangíveis:** instalações físicas, equipamentos e aparência dos profissionais;
- **Confiabilidade:** habilidade de executar o serviço prometido de forma precisa;
- **Responsividade:** disposição a ajudar os clientes e prestar o serviço prontamente;
- **Confiança:** conhecimento e cortesia dos profissionais e suas habilidades de inspirar confiança e segurança;
- **Empatia:** cuidado e atenção individualizada fornecida para os clientes.

Com base nessas cinco dimensões, Parasuraman et al. (1988) propõem a utilização de um questionário para avaliação da qualidade do serviço, denominado SERVQUAL. O questionário é composto por 22 itens que avaliam as expectativas e 22 itens que avaliam as percepções, através de uma escala Likert de sete pontos.

Através da diferença entre as pontuações, o SERVQUAL pode ser utilizado para medir as falhas na qualidade em cada uma das cinco dimensões ou de maneira global, através da combinação dos resultados. Uma de suas utilidades consiste na possibilidade de sua aplicação de forma recorrente, auxiliando a identificar como a qualidade está mudando no decorrer do tempo (PARASURAMAN; ZEITHAML; BERRY, 1988).

2.4.8. Gestão das Expectativas dos Clientes

Em um processo de prestação de serviços, o cliente possui relevância no processo, pois participa dele, podendo influenciar o seu resultado, e, portanto, a própria percepção de qualidade do serviço prestado (GIANESI; CORRÊA, 1994).

Em alguns casos, o cliente pode ser uma fonte de possíveis problemas. É o caso de quando os clientes possuem expectativas não realistas, as quais o sistema de prestação de serviço não conseguirá atender. Nesses casos, os profissionais da linha de frente devem tentar adequar as expectativas dentro do escopo de prestação de serviço (FITZSIMMONS; FITZSIMMONS, 2005). Caso não seja possível realizar o ajuste, eles devem considerar a hipótese de recusar a prestação do serviço, pois a avaliação do cliente sobre o serviço pode ser negativa no futuro (GIANESI; CORRÊA, 1994).

Por outro lado, a participação do cliente pode ser uma oportunidade de melhoria. Conhecimentos ou experiências anteriores podem ser necessários para que clientes participem de forma adequada no serviço. Nesse sentido, o treinamento dos clientes é uma ferramenta essencial, que auxilia a formação das expectativas e também a correta percepção dos clientes em relação ao serviço prestado (GIANESI; CORRÊA, 1994).

2.5. Risco

2.5.1. Conceito de Risco

Segundo Jorion (2002), risco é uma medida ou grau de incerteza sobre o futuro do retorno líquido do investimento ou aplicação. Ele a considera uma característica intrínseca ao negócio de prover serviços financeiros.

De acordo com Jorion (2002), existe uma classificação muito difundida de cinco tipos de riscos:

- Risco de Mercado: é uma fonte de incerteza dos ganhos em função de mudanças nas condições de mercado e suas flutuações.
- Risco de Crédito: refere-se à perda pela incapacidade de um dos contratantes de não cumprir com as suas obrigações.
- Risco de Liquidez: é causado por um fluxo de caixa negativo de valor expressivo por um curto período de tempo, exemplo de um venda de ativos com um desconto para ganhar liquidez.
- Risco Operacional: está relacionado aos erros em processos de pagamentos e transações gerando perdas, também incluindo o risco de fraude e riscos regulatórios nas operações.
- Risco Legal: pode ocorrer da falta da formalização correta dos investimentos contratados e partes envolvidas.

Para o escopo desse estudo, deve-se entender risco como sendo o risco de mercado.

2.5.2. Value at Risk

O *Value at Risk* (VaR) tornou-se uma referência padrão para mensuração financeira do risco de mercado, mostrando um estatística resumida da ordem de magnitude das perdas potenciais. Ele representa a pior perda esperada, a certo um nível de confiança (por exemplo, 95% de confiança), em certo horizonte de tempo, como um dia (JORION, 2002).

No caso de uma carteira de investimentos que divulga um VaR diário de 20 milhões de reais com nível de confiança de 95%, significa que existe uma probabilidade de 5% de perda superior aos 20 milhões de reais para o próximo dia. O uso do VaR alcançou uma grande popularidade no mercado financeiro devido ao seu conceito simplificado (JORION, 2002).

2.6. Processo de Investimento

Bodie et al. (2010) recomenda a utilização de uma abordagem proposta pelo CFA Institute, que divide o processo de investimento em três etapas, formando um ciclo dinâmico. As etapas são: etapa de planejamento, de execução e realimentação.

2.6.1. Etapa de Planejamento

A etapa de planejamento se refere à determinação de todos os parâmetros necessários para a tomada de decisão dos gestores, o que inclui as informações do cliente, consolidadas em uma política de investimento (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Grable e Lytton (1997) e Bodie et al. (2010) concordam que o processo de investimento depende, pelo menos, de quatro parâmetros relacionados ao investidor: objetivos, horizonte temporal, necessidade de liquidez e tolerância ao risco. Tais parâmetros são utilizados na elaboração de uma política de investimento (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Assim, uma política de investimento é uma importante ferramenta que serve como guia estratégico para o planejamento e implementação de investimentos, ao consolidar informações referentes aos investimentos a serem feitos, ao monitoramento dos resultados, à gestão de riscos, e ao definir uma sequência de atividades a serem seguidas em momentos de instabilidade emocional do investidor (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Em relação aos parâmetros citados anteriormente, os objetivos de investimento estão relacionados à maneira como o investidor planeja utilizar os recursos, como, por exemplo, para a sua aposentadoria ou para pagar a faculdade dos seus filhos (GRABLE; LYTTON, 1997).

O horizonte de tempo se refere à estimativa do intervalo de tempo em que o investidor necessitará dos recursos financeiros (GRABLE; LYTTON, 1997). Os riscos relacionados a investimentos com maior volatilidade diminuem conforme o horizonte de investimento aumenta (FISHER; STATMAN, 2004). Assim, o horizonte de investimento auxilia a definição das classes de ativos nas quais é possível investir.

A necessidade de liquidez envolve a avaliação da capacidade financeira do investidor e da necessidade de utilizar recursos gerados com os investimentos para pagar suas despesas cotidianas (GRABLE; LYTTON, 1997).

Segundo Grable (2004), a tolerância ao risco financeiro é o momento máximo de incerteza ou volatilidade de um retorno financeiro que alguém está disposto a aceitar ao realizar uma decisão financeira. Assim, indivíduos com alta tolerância ao risco aceitam eventos com alta volatilidade, enquanto indivíduos com baixa tolerância ao risco preferem eventos com menor incerteza.

2.6.2. Etapa de Execução

A etapa de execução se refere ao momento onde é construída a carteira de investimentos. De acordo com Fortuna (2008), a construção da carteira de investimento é baseada em três fatores: alocação de recursos, *stock picking* e *market timing*.

A alocação de recursos, que envolve a determinação da proporção a ser investida dentro das várias classes de ativos financeiros (como renda fixa, moedas, ações, entre outras), é o elemento mais importante no processo de formação de uma carteira de investimentos (HARLOW; BROWN, 1990). Nesse sentido, a diversificação decorre dos recursos estarem divididos em várias classes de ativos, e implica na redução da exposição ao risco (FAERBER, 2007).

O *stock picking* é a seleção dos ativos dentro das classes de ativos escolhidas. Já o *market timing* envolve a determinação do momento de vender ou comprar um ativo financeiro (FORTUNA, 2008).

2.6.3. Etapa de Realimentação

A etapa de realimentação é composta pelo processo de adaptação a mudanças ocorridas nas expectativas e objetivos dos investidores ou devido a mudanças ocorridas na carteira de investimentos, que podem ocorrer devido a mudanças nos preços de mercado (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

A Figura 9 representa as entradas e saídas do processo de investimento. Qualquer alteração nas entradas irá resultar na etapa de realimentação.

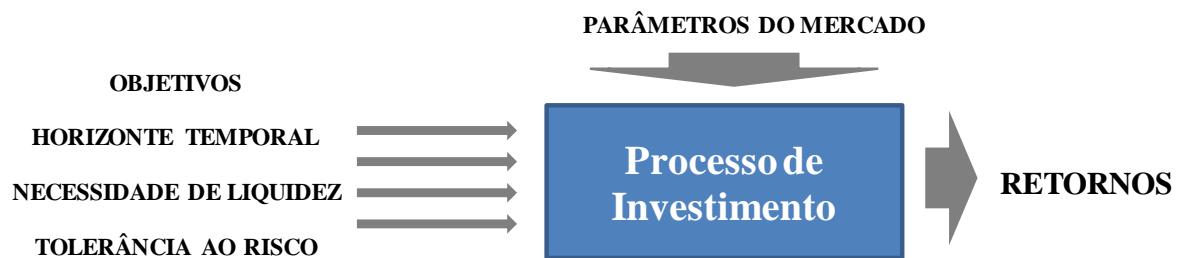


Figura 9 - Entradas e Saída do Processo de Investimento.

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.6.4. Tolerância ao risco

Trone et al. (1996 apud Grable e Lytton, 1997) afirmam que os investidores provavelmente irão abandonar um planejamento de alocação de recursos ou uma estratégia de investimento caso ocorra uma volatilidade dos retornos acima da esperada, mesmo que isso resulte em perdas, o que confirma que a tolerância ao risco é um parâmetro crucial no processo de alocação de recursos. Dessa forma, a capacidade de um investidor atingir o seu objetivo de investimento é altamente influenciada pela capacidade emocional de aceitar possíveis perdas, ou seja, pela capacidade de tolerância ao risco.

Diferentemente dos outros parâmetros, que são objetivos e podem ser mensurados, a avaliação da tolerância ao risco tende a ser subjetiva e, consequentemente, difícil de medir. (GRABLE; LYTTON, 1997).

No entanto, possui uma grande importância no processo de investimento, pois os gestores de investimento possuem o dever fiduciário de analisar a tolerância ao risco do investidor ao planejar estratégias de investimento. Caso a tolerância ao risco esteja subestimada, o investidor pode desfazer uma posição, mesmo sofrendo perdas. Caso ela esteja superestimada, é possível que o investidor não atinja seus objetivos. Em ambos os casos, a credibilidade do gestor pode ser questionada (PALSSON 1996, apud GRABLE, 1998).

No Brasil, de acordo com a ANBIMA (2014), as instituições financeiras devem coletar informações dos investidores sobre sua situação financeira, experiência em investimentos e objetivos desejados, de modo a permitir a definição de um perfil de investimento para cada cliente, que deverá possibilitar a verificação da adequação dos objetivos de investimento dos clientes à composição das carteiras, e, caso houver divergências, propor a sua correção para o cliente (ANBIMA, 2014).

Bodie et al. (2010) sugerem a aplicação de questionários e entrevistas como forma de avaliar a capacidade intelectual e emocional de tolerância ao risco, e a utilização dos resultados como limites de tolerância ao risco a serem incorporados na política de investimento. Eles citam o exemplo de um investidor que definiu a máxima perda absoluta que ele poderia suportar, e assim, para evitar que isso ocorra, os procedimentos necessários foram executados para minimizar o risco de perdas maiores do que o limite definido.

2.7. Finanças Comportamentais

Em Finanças, existe um conceito convencional que estabelece que os investidores, de posse de novas informações, conseguiriam atualizar de forma correta suas crenças, agindo racionalmente em momentos de decisão conforme explicitado pela Teoria de

Utilidade Esperada Subjetiva (SAVAGE, 1964). No entanto, em função de uma abordagem mais realista, surge o conceito de Finanças Comportamentais, que introduz uma irracionalidade, ou seja, considera os efeitos do comportamento humano por meio de teorias psicológicas na análise da tomada de decisões financeiras. A seguir, são apresentados alguns dos principais vieses cognitivos que influenciam na determinação de preferências, crenças e comportamento dos indivíduos, sendo eles excesso de confiança e otimismo, ancoragem, disponibilidade, teoria da perspectiva e aversão à ambiguidade.

O excesso de confiança e otimismo induz as pessoas a superestimarem as previsões de probabilidade dos acontecimentos futuros, já que consideram que suas habilidades e conhecimentos são superiores a dos demais e que os riscos são inferiores. Um estudo de Weinstein (1980), por exemplo, indicou que 90% dos entrevistados acreditavam possuir habilidades e possibilidades superiores as que tinham na realidade. Dessa maneira, esses julgamentos equivocados criam ilusões de controle sobre as situações.

Já o viés da ancoragem foi popularizado por Tversky e Kahneman (1974) e indica que as pessoas em situações de incerteza tendem a prever um resultado final com base em uma referência do passado ou em informações parciais sobre um assunto. Isto significa que as estimativas são criadas em torno de um ponto de referência, ou âncora, e elas são ajustadas conforme esta âncora é modificada. Consequentemente, as distorções destas estimativas são aumentadas.

Tversky e Kahneman (1974) também elucidaram o viés da disponibilidade, que analisa a relação existente entre a memória de um indivíduo sobre determinado tipo de evento e o quanto essa lembrança pode interferir em suas estimativas futuras sobre a probabilidade de ocorrência deste evento ou não. Assim, quanto mais experiências marcantes o investidor tiver, mais tendenciosas serão suas estimativas frente ao mercado financeiro.

Por outro lado, considerando mais especificamente fatores associados à percepção de risco pelos agentes econômicos, pode-se apresentar a abordagem de Aversão à Perda Míope (Myopic Loss Aversion – MLA) proposta por Benartzi e Thaler (1995). Esta

teoria tem fundamento em dois conceitos da Psicologia para tomada de decisões: a aversão à perda e a contabilidade mental.

A concepção de aversão à perda origina-se da Teoria da Perspectiva (Prospect Theory) elaborada por Kahneman e Tversky (1979) e indica uma tendência dos investidores serem mais sensíveis a perdas do que a ganhos. Para esta análise, foram comparadas as perdas e ganhos frente a um ponto de referência neutro, como o status quo, e traçou-se uma função de utilidade, que representa o valor percebido pelo indivíduo. Dessa maneira, os resultados experimentais demonstraram que a perda exerce aproximadamente o dobro do impacto do que o ganho. Ressalta-se que esta Teoria se contrapõe ao tradicional conceito citado anteriormente da Teoria da Utilidade Esperada Subjetiva, que indica que o investidor avalia racionalmente o risco como função proporcional da alteração de sua riqueza.

O segundo conceito psicológico é a contabilidade mental, que pode ser definida como o modo que as pessoas codificam, categorizam e avaliam separadamente o patrimônio, incluindo transações econômicas e orçamentos domésticos, de acordo com interesses individuais. Ou seja, para cada ativo, o investidor destina uma abordagem diferente de risco (KAHNEMAN; TVERSKY, 1984; THALER, 1985).

Benartzi e Thaler (1995) indicam então que ambos estes conceitos podem ser acumulados e que, para o agente econômico, a atratividade de se enfrentar um risco é maior quanto mais longo for o horizonte de tempo, já que não é preciso avaliar os resultados no curto prazo e nem com tanta frequência. Portanto, quando a combinação das teorias ocorre de modo que o investidor considera em sua avaliação de risco a aversão à perda e o período de tempo do investimento, tem-se a Aversão à Perda Míope.

Essa agregação de fatores imposta pela miopia acarreta em experiências consecutivas de perdas pelo investidor, fortalecendo seu comportamento de aversão ao risco. Uma sugestão proposta por Thaler et al. (1997) para tentar reduzir a dimensão desta aversão foi apresentar os resultados de forma agregada, limitando a quantidade de informação disponibilizada sobre o desempenho do portfólio de ativos e reduzindo a flexibilidade de escolha ofertada ao investidor.

Por fim, outro aspecto psicológico analisado sobre o investidor em relação a decisões é a aversão à ambiguidade ou incerteza não mensurável. O Paradoxo de Ellsberg (1961) fornece resultados experimentais para indicar que as pessoas tendem a se sentir menos confortáveis em situações onde a distribuição de probabilidades dos possíveis resultados de um jogo não é conhecida ou objetiva. Esta reação contrária a situações de incerteza caracteriza a aversão à ambiguidade. Como consequência, os investidores preferem investir em ativos financeiros com riscos certos, ou que eles tenham conhecimento prévio e habilidades, a aplicar em incertezas.

2.8. Síntese da Revisão Bibliográfica

Com o intuito de alcançar o objetivo geral de aumentar a retenção de clientes, algumas premissas foram adotadas em relação à literatura, e serão abordadas nesta seção.

A *Asset Management* é uma instituição financeira que presta serviços profissionais, e, portanto, pode ser analisada de acordo as características deste tipo de serviço.

Para Zeithaml et. al (1996), a retenção de clientes é uma consequência da percepção do cliente sobre a qualidade do serviço. Assim, uma estratégia baseada nessa ideia é a de fechar os gaps entre as expectativas e as percepções do cliente em relação ao serviço prestado. Portanto, o modelo dos 5 gaps será utilizado para avaliar a qualidade do serviço.

A gestão de recursos de terceiros é realizada através do investimento em ativos financeiros, que são intangíveis. Embora os serviços sejam caracterizados pela sua intangibilidade, as consequências do serviço de gestão de recursos de terceiros podem ser acompanhadas diariamente através da rentabilidade do fundo Exclusivo, que é mensurável. Portanto, a rentabilidade é um critério objetivo que pode ser utilizado na avaliação do cliente sobre a qualidade do serviço e pode ser considerado como um atributo essencial do serviço, ou seja, para o caso de uma gestora de recursos, o desempenho é considerado uma dimensão da qualidade utilizada pelos clientes na avaliação da qualidade do serviço.

Assim, embora possam existir outros critérios importantes para o cliente dentro da prestação do serviço, o trabalho tem seu foco na dimensão “desempenho” dos fundos Exclusivos, pois nesta dimensão foi identificada uma falha da qualidade.

Segundo Trone et al. (1996 apud Grable e Lytton, 1997), os investidores provavelmente irão abandonar um planejamento de alocação de recursos ou uma estratégia de investimento caso ocorra uma volatilidade dos retornos acima da esperada. Como consequência, isso pode acarretar em perdas, afetando o desempenho. Isso corrobora o que foi apontado no capítulo 1, que a inadequação é uma das causas da rentabilidade abaixo da expectativa do cliente.

Assim, a importância da tolerância ao risco no processo de alocação de recursos significa que sua adequação ao perfil do cliente é importante na avaliação da qualidade do serviço. Para possibilitar a compreensão da tolerância ao risco na prestação de serviços e a possibilidade de influenciá-la, diversos aspectos comportamentais foram estudados.

3. MÉTODO DE PESQUISA

O presente capítulo irá descrever o método utilizado no desenvolvimento do trabalho, apresentando as atividades que foram desenvolvidas e as relações existentes entre elas.

Primeiramente, com o objetivo de compreender melhor o ciclo do serviço, foi realizado o estudo das suas principais etapas, obtendo assim informações que auxiliassem na análise do serviço prestado.

Em seguida, analisou-se o contexto em que o serviço, o que envolveu o estudo do ambiente e da estratégia da empresa. A intenção foi verificar se o processo de entrega de serviços está alinhado com os objetivos estratégicos definidos pela empresa.

Partindo da premissa de que o desempenho abaixo das expectativas é causado pelo risco utilizado nas carteiras dos fundos de investimento ser inadequado para alguns clientes, foi necessário analisar o processo de investimento, que é o responsável por esse desempenho.

Desse modo, os processos envolvidos que possuem relação com a premissa adotada, ou seja, que sofrem influência direta da participação dos clientes, foram considerados como processos críticos.

Analisaram-se estes processos críticos identificaram-se possíveis falhas da qualidade de acordo com o modelo dos 5 *gaps*, o que possibilitou a utilização das medidas para correção e/ou prevenção das falhas da qualidade propostas por GIANESI e CORRÊA (1994).

Por fim, estudou-se a formação das expectativas e percepções dos clientes, e, a partir de elementos das Finanças Comportamentais, foram sugeridas propostas de melhoria para o problema identificado, por meio da investigação de possíveis soluções que estivessem alinhadas com os objetivos estratégicos.

A Figura 10 resume o método utilizado:

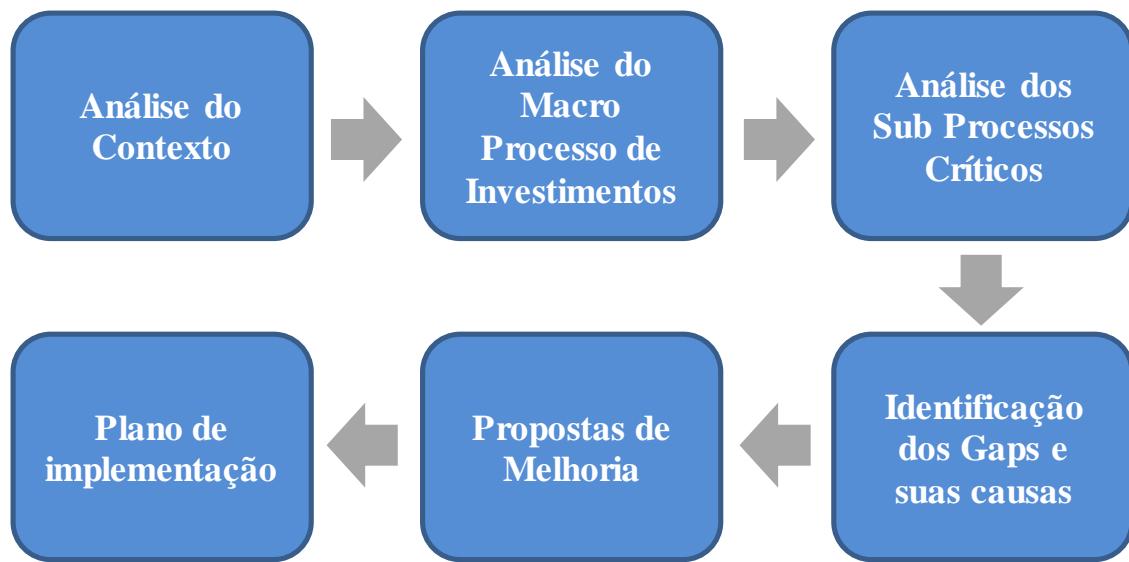


Figura 10 - Método Proposto.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4. DESENVOLVIMENTO DO TRABALHO

No capítulo 4 será descrito o desenvolvimento do trabalho realizado através da aplicação do método de pesquisa apresentado no capítulo anterior. A contextualização do funcionamento da empresa e dos elementos de serviço possibilita estabelecer condições de contorno para a análise do serviço prestado na instituição financeira.

4.1. Descrição das etapas principais do serviço

A estrutura da empresa e os elementos do serviço objeto de estudo deste trabalho foram descritos no capítulo 1. Para auxiliar a análise do serviço, serão apresentadas as principais etapas do ciclo de serviço de gestão de fundos Exclusivos, que pode ser dividido em três etapas principais:

- Etapa de contratação: momento em que são apresentadas as características de um fundo Exclusivo, e em que ocorre o processo de identificação das necessidades do cliente e estruturação de uma solução para essas necessidades. Nesse processo, existe a participação de um gerente de relacionamento, de um consultor financeiro e, em alguns casos, de um gestor de área de fundos Exclusivos.

Após a decisão do cliente, é definida uma política de investimento e a criação do “produto”, o fundo Exclusivo. A política de investimento é elaborada através de uma interação entre as respostas de um questionário *Suitability* (que o cliente responde ao abrir a conta no banco e tem como objetivo definir o perfil de risco do cliente) e da análise das partes envolvidas (gerente de relacionamento, consultor financeiro e gestor) em relação às necessidades do cliente.

O cliente realiza a aplicação de recursos financeiros no produto, o gestor planeja como investir esses recursos de acordo com a política de investimento e executa o que foi planejado;

- Etapa de manutenção: após a contratação do serviço e criação do produto, sucede a gestão dos recursos investidos. É um processo dinâmico, em que pode ocorrer a

realimentação e replanejamento das características do produto e da política de investimento. Para acompanhamento, o cliente recebe relatórios sobre o produto, com informações sobre o fundo e os ativos dentro dele, como a posição e rentabilidade. Além disso, são realizadas reuniões com os clientes para acompanhamento e prestação de contas. O cliente pode aplicar ou resgatar recursos financeiros no produto;

- Etapa de encerramento: o serviço não possui prazo de duração determinado, podendo ser encerrado quando o cliente desejar. Nesse caso, o cliente pode optar por resgatar todos os recursos financeiros do fundo Exclusivo, extinguindo a estrutura do produto, ou transferir a gestão para outra instituição financeira.

4.2. Análise do Contexto

Para poder analisar o serviço prestado, é necessário caracterizar e contextualizar os diversos elementos referentes ao sistema de operações do serviço na empresa. Para tal, primeiro será iniciada a análise da estratégia competitiva genérica adotada.

O serviço prestado por uma gestora de recursos de terceiros é caracterizado pela existência de profissionais especializados, que atendem de forma personalizada clientes com uma alta variedade de necessidades. O horizonte de investimentos dos clientes é de médio e longo prazo, o que implica que o serviço seja prestado de forma contínua e que, mesmo em períodos de pico de demanda, um baixo número de clientes seja processado por dia. Devido a esse horizonte de investimento e personalização do serviço prestado, o contato com os clientes é realizado em diversos momentos, caracterizando um ciclo do processo de prestação de serviço longo. Assim, devido a essas características, os serviços prestados por uma gestora de recursos de terceiros podem ser classificados como serviços profissionais.

Como o serviço oferecido é a gestão dos recursos financeiros do cliente, ou seja, é realizado de forma intangível, ele não necessita estar presente fisicamente para que o serviço seja prestado.

Embora o serviço seja caracterizado pela sua intangibilidade, as suas consequências podem ser acompanhadas diariamente através da rentabilidade do fundo Exclusivo, que é mensurável. Portanto, a rentabilidade é um critério objetivo que pode ser utilizado na avaliação do cliente sobre a qualidade do serviço e pode ser considerado como um atributo essencial do serviço.

Dado que o serviço é personalizado de acordo com objetivos e necessidades do cliente, é necessário que haja interação com os profissionais da empresa. Tal interação pode ser realizada fisicamente ou virtualmente, através de ferramentas de comunicação, como ligações telefônicas, troca de e-mails e realização de teleconferência. Os aspectos tangíveis relacionados ao serviço prestado, como a aparência das instalações físicas, equipamentos, pessoal e materiais para comunicação são uma das dimensões que os clientes utilizam para avaliar a qualidade em serviços.

A participação do cliente no processo de prestação do serviço indica que há uma relação de dependência, pois ela pode influenciar o resultado final, tanto positivamente, através da explicitação de informações úteis para o processo de prestação do serviço, quanto negativamente, através de demandas que não sejam realistas.

Outro aspecto relevante é que o gestor possui grande autonomia em todo o processo de prestação do serviço, desde a identificação das necessidades dos clientes até a alocação dos recursos, e, portanto, também possui grande influência sobre o resultado final. Esse aspecto indica também a importância da capacidade dos profissionais da linha de frente, que além serem responsáveis pelo desempenho, também devem transmitir segurança e credibilidade para os clientes.

De modo geral, o serviço oferecido pela empresa possui a seguinte proposta de valor para o cliente:

- Na etapa de contratação, geração de valor através da identificação das necessidades dos clientes (muitas vezes não explícitas) e criação de soluções para essas necessidades. Algumas das necessidades que o fundo Exclusivo ajuda a solucionar são decorrentes de suas características, que permitem: planejamento sucessório,

vantagens tributárias em relação às movimentações dentro do fundo de investimento (útil para um cliente arrojado), vantagens tributárias caso o condomínio seja fechado (adiamento do Imposto de Renda, que incide em fundos de investimento, através do come-cotas), consolidação dos investimentos, flexibilidade de investimentos dentro da estrutura, gestão especializada dos ativos, entre outros. Dependendo das necessidades do cliente, não faz sentido para ele possuir um fundo Exclusivo;

- Na etapa de manutenção, geração de valor através de retornos superiores ao índice de referência e à média do mercado, dado o perfil de risco do cliente, por meio de decisões estratégicas e táticas de alocação dos recursos, e seleção dos melhores investimentos dentro das classes de ativos (renda fixa, multimercados, renda variável, entre outras).

No entanto, um fundo Exclusivo possui diversos custos fixos, além da cobrança de taxa de administração, que aumentam os custos totais do serviço para o cliente, influenciando o retorno dos investimentos. Devido a esses custos, o produto é recomendado apenas para clientes com alto poder aquisitivo. Assim, o segmento de atuação é composto por clientes de alta renda, que são atendidos por gerentes de relacionamento na divisão de *Private Banking* do Banco Zeta.

Portanto, podemos determinar que a empresa adota uma estratégia competitiva de diferenciação com enfoque no segmento de pessoas com alta renda. A diferenciação é proposta através da elaboração de soluções personalizadas para as necessidades dos clientes, através de profissionais capacitados e da existência de uma estrutura flexível, e de retornos superiores ao índice de referência e à média do mercado, dado o perfil de risco do cliente.

4.3. Análise do Processo de Investimento

Dado que foi identificada uma falha na qualidade no desempenho dos fundos Exclusivos, para que a prestação do serviço e, consequentemente, a estratégia competitiva sejam bem sucedidas é necessário determinar quais os fatores críticos que influenciam a geração de retornos superiores ao índice de referência e à média do

mercado, e que, como mencionado anteriormente, estão relacionados à inadequação entre a tolerância ao risco do cliente e o risco existente na carteira de investimentos. Portanto, o processo de investimento será analisado.

Além disso, para avaliar o julgamento realizado pelo cliente em relação à qualidade do serviço, é necessário determinar possíveis lacunas entre as expectativas e percepções do cliente.

4.3.1. Macro Fluxo do Processo de Investimento

Para compreender quais são as causas da inadequação entre a tolerância ao risco do investidor e a composição da carteira de investimentos, o processo de investimento será analisado. O processo de investimento depende, pelo menos, de quatro parâmetros relacionados ao investidor: objetivos, horizonte temporal, necessidade de liquidez e tolerância ao risco (GRABLE; LYTTON, 1997; BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

De modo a auxiliar a análise, a Figura 11 apresenta o processo de investimento, baseado no que a literatura recomenda (seção 2.6) e no que é realizado na gestora de recursos.

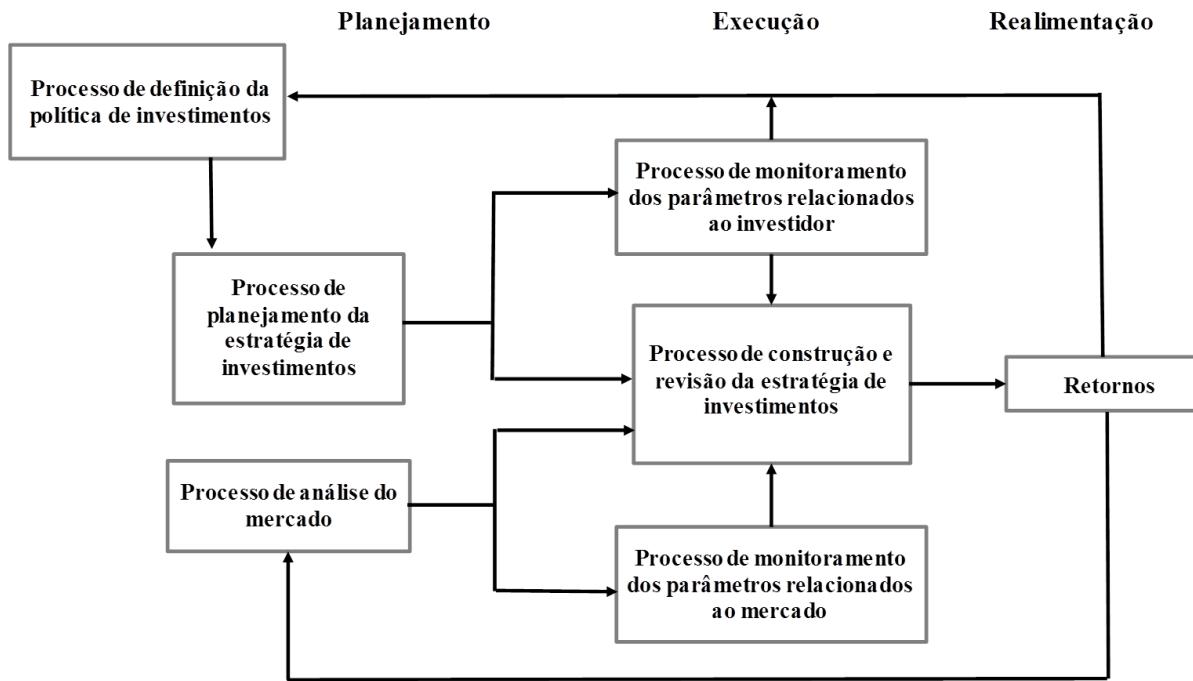


Figura 11 - Macro Processo de Investimento.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pela análise do macro fluxo do processo, percebe-se que os elementos que possuem como parâmetro a tolerância ao risco, ou seja, possuem influência direta da participação dos clientes, indicam que os processos críticos são:

- Processo de definição da política de investimentos;
- Processo de planejamento da estratégia de investimentos;
- Processo de construção e revisão da carteira de investimentos;
- Processo de monitoramento dos parâmetros relacionados ao investidor.

4.4. Análise dos processos críticos

4.4.1. Processo de definição da política de investimentos

Envolve a identificação dos objetivos do cliente, seu horizonte de investimento, estabilidade financeira e tolerância ao risco, e posterior criação de uma política de investimentos.

Para compreender a situação financeira do cliente como um todo e para permitir propor a solução mais adequada para o cliente, outros elementos também são analisados, como a sua situação fiscal, suas preferências, ativos financeiros e não financeiros que não estão no banco, existência de restrições legais, entre outros.

Conforme Grable e Lytton (1997), os objetivos do cliente, seu horizonte de investimento e estabilidade financeira são parâmetros objetivos e podem ser mensurados. No entanto, a avaliação da tolerância ao risco é subjetiva, e consequentemente, difícil de mensurar.

Em conformidade com a autorregulação da ANBIMA, a instituição financeira aplica um questionário *Suitability* para os seus clientes. A partir das respostas, eles podem ser enquadrados em uma das três classes de perfil de risco utilizadas:

- Perfil Conservador: possui foco na preservação de capital, com ganhos levemente superiores ao dos ativos sem risco;
- Perfil Moderado: aceita flutuações do rendimento no curto prazo e a expectativa do cliente é possuir ganhos moderados de capital, superior ao dos ativos sem risco;
- Perfil Arrojado: tem maior disposição a aceitar perdas, e sua expectativa é de ganhos potencialmente superiores aos dos ativos sem risco.

Por fim, as informações são consolidadas na política de investimentos. Atualmente, os clientes são classificados de acordo com o perfil de risco mencionado anteriormente. No entanto, tal classificação não é capaz de atender às diversas nuances existentes entre os vários tipos de clientes, devido à sua ampla faixa entre os perfis.

Uma possível solução para o problema seria a utilização de uma escala com mais itens, de forma que as diferenças entre os perfis de risco fossem delimitadas de forma mais clara. Outra solução viável é a utilização de uma medida de risco objetiva, que consiga refletir a tolerância ao risco do cliente.

Dessa forma, a política de investimentos gerada por esse processo seria mais

completa e poderia atender ao seu papel de guia estratégico de forma mais eficiente, norteando o processo de investimento para que ele esteja adequado às necessidades do cliente.

4.4.2. Processo de planejamento da estratégia de investimentos

O processo de planejamento da estratégia de investimento envolve a análise dos elementos que compõem a política de investimento e determinação de uma estratégia de investimentos para atingir os objetivos do cliente.

4.4.3. Processo de construção e revisão da carteira de investimentos

Envolve o processo de alocação dos recursos, seleção dos ativos e balanceamento da carteira, de acordo com a estratégia de investimento definida previamente e obedecendo a política de investimentos.

O controle da exposição a riscos dos fundos é feita pela área de Riscos, segregada da área de Gestão, através da geração de relatórios diários sobre o risco das carteiras. O relatório é composto pela comparação entre a exposição ao risco atual e o limite de risco do fundo Exclusivo.

O limite de risco de cada fundo Exclusivo é calculado baseado nos perfis de risco dos clientes. Isso tem como consequência que o limite de risco possui uma ampla faixa de atuação. Dessa maneira, há a possibilidade do limite de risco ser inferior ao risco máximo tolerado pelo cliente. Como consequência, a probabilidade de desconforto em relação a momentos de alta volatilidade diminui, mas a possibilidade de retornos abaixo do esperado aumenta. Há também a possibilidade do limite de risco ser superior ao risco máximo tolerado pelo cliente. Nesse caso, a probabilidade de desconforto em relação a momentos de alta volatilidade aumenta.

4.4.4. Processo de monitoramento dos parâmetros relacionados ao investidor

As características de um cliente são alteradas no decorrer do tempo, por diversos motivos, como a alteração do momento de vida, da renda mensal, nascimento de um filho, morte de parentes, entre outros.

Assim, é necessário que as alterações sejam identificadas e consideradas na redefinição da tolerância ao risco do cliente e na alteração da política de investimentos. Da mesma forma, qualquer alteração na política de investimento deverá ter como consequência uma alteração na estratégia de investimento e construção da carteira de investimentos.

4.5. Identificação dos Gaps

Conforme mencionado anteriormente, para Zeithaml et. al (1996), a retenção de clientes é uma consequência da percepção do cliente sobre a qualidade do serviço. Assim, uma estratégia baseada nessa ideia é a de fechar os gaps entre as expectativas e as percepções do cliente em relação ao serviço prestado.

A inadequação entre a tolerância ao risco e a exposição a risco na carteira do cliente é a falha da qualidade que deve ser corrigida e/ou minimizada, ou seja, ela é o gap 5, segundo o modelo dos 5 gaps. O gap 5 é causado pela ocorrências dos gaps 1 a 4, portanto, para minimizar o gap da falha da qualidade, é necessário minimizá-los, de modo que o sistema como um todo possa operar de forma adequada.

Nos processos de definição da política de investimentos e de alteração dos parâmetros relacionados ao investidor, pode-se inferir que, devido aos elementos existentes, podem ocorrer falhas dos tipos gaps 1, 2 e 4. O gap 1 pode ocorrer quando as expectativas do cliente em relação à exposição ao risco na carteira forem diferentes das percepções do gestor. O gap 2 pode ocorrer decorrente da falha em traduzir as expectativas do cliente em especificações adequadas ao processo de investimento, através da elaboração de uma política de investimento que não contempla a tolerância ao risco do cliente de forma adequada. Devido ao contato com o cliente, o gap 4 pode ocorrer devido

à possibilidade de formar expectativas não realistas, ou seja, mais altas do que as operações podem alcançar.

No processo de planejamento da estratégia de investimentos, pode ocorrer a falha do tipo gap 3, quando há uma falha em prestar o serviço de acordo com as especificações. Neste caso, a política de investimento pode ser adequada, mas o gestor pode planejar uma estratégia de investimentos que não satisfaça a tolerância ao risco do cliente. Embora a ocorrência de tal falha seja rara, devido ao dever fiduciário do gestor em relação ao cliente, que implica num grau de atenção elevado no respeito à política de investimento, e ao fato de que a elaboração da estratégia de investimento é realizada em equipe, caso a estratégia de investimento adotada seja inadequada ao cliente, isso pode acarretar em perdas para o mesmo, na quebra de confiança em relação aos gestores e, consequentemente, na avaliação negativa do serviço prestado.

No processo de construção e revisão da carteira de investimentos, pode ocorrer a falha do tipo gap 3, de forma similar ao processo de planejamento da estratégia de investimentos. Neste caso, a alocação de recursos pode não respeitar a política de investimento e os limites de risco. Embora uma possível falha possa ser identificada no controle de exposição ao risco, como ele é realizado após a alocação de recursos, isso pode acarretar em perdas para o mesmo, na quebra de confiança em relação aos gestores e, consequentemente, na avaliação negativa do serviço prestado.

Dentre as medidas propostas por Ganesi e Corrêa (1994) para a correção e/ou prevenção das falhas da qualidade, mais apropriadas para o serviço prestado por uma gestora de recursos são:

GAP 1

- Foco/seleção de clientes: selecionar e priorizar os clientes para reduzir amplitude das expectativas;
- Desagregação do conceito de qualidade: compreender os critérios segundo os quais os clientes avaliam a qualidade do serviço, como, por exemplo, as dimensões da qualidade, de Parasuraman et al. (1988);

- Desenvolvimento de uma cultura de serviços: gerenciar os recursos humanos, através de seleção, treinamento, medidas de desempenho e remuneração, com o objetivo de capacitar os a ouvir e interpretar o cliente.

GAP 2

- Análise do pacote de serviços: identificar como cada componente do pacote de serviços pode contribuir para a avaliação do cliente. No caso específico, envolve aspectos complementares do pacote de serviços, como reuniões com os clientes, prestação de contas e relatórios com informações do serviço;
- Análise do ciclo de serviço: analisar as diversas etapas de prestação do serviço de acordo com o ponto de vista do cliente;
- Análise dos momentos da verdade: projetar cada momento da verdade fundamental, visando atender e/ou superar as expectativas dos clientes.

GAP 3

- Criação de condições para que o funcionário atinja o estado de autocontrole: o autocontrole é o estado em que o profissional tem completo domínio do processo de atingir os objetivos desejados, e, portanto, pode ser cobrado pelos resultados;
- Estabelecimento de padrões: estabelecer padrões de operação que orientem as decisões operacionais dos profissionais, mas sem prejudicar a flexibilidade e a autonomia;
- Definição de medidas de avaliação de desempenho: estabelecer medidas de avaliação de desempenho que estejam alinhadas com as atitudes esperadas pelos profissionais;
- Utilização de ferramentas de análise da qualidade: utilizar ferramentas como histogramas, diagramas de processo, gráficos de controle, entre outros;
- Utilização de medidas à prova de falhas: envolve mecanismos à prova de erros.

GAP 4

- Formação de expectativa coerente: envolve não formar expectativas mais altas do que a capacidade de prestação do serviço;

- Comunicação durante o processo: envolve a correção de falhas de comunicação, com o objetivo de adequar as expectativas e percepções do serviço prestado.

4.5.1. Análise das Medidas Propostas para Minimização dos Gaps

Como o trabalho foi desenvolvido com a premissa de que o desempenho é o principal critério de avaliação por parte dos clientes, foram selecionadas, dentre as medidas comentadas anteriormente, aquelas que possuem maior relação com as expectativas relacionadas ao desempenho e à tolerância ao risco. As medidas selecionadas foram:

- Foco/seleção de clientes;
- Análise dos momentos da verdade;
- Formação de expectativa coerente;
- Comunicação durante o processo.

Como as medidas para correção e/ou prevenção das falhas da qualidade possuem algumas características similares e outras complementares, o foco/seleção de clientes, análise dos momentos da verdade, formação de expectativa coerente e comunicação durante o processo podem ser englobados dentro da alcunha de gestão de expectativas e percepções dos clientes.

4.6. Propostas de melhoria

A partir da análise realizada no decorrer do trabalho, foram elaboradas duas propostas de melhoria para minimizar a falha da qualidade, ou seja, reduzir a inadequação entre a tolerância ao risco do cliente e a exposição a risco na carteira de investimentos do cliente.

A partir da análise dos processos críticos, em específico no processo de definição da política de investimento, foi identificado que uma possível solução para a falha da

qualidade era a utilização de uma medida de risco objetiva, que consiga refletir a tolerância ao risco do cliente.

Já a análise das medidas propostas por Gianesi e Corrêa (1994) para correção e/ou prevenção das falhas da qualidade resultaram em uma proposta de melhoria baseada na gestão das expectativas e percepções dos clientes. Para auxiliar esse processo, foram elaboradas abordagens baseadas em Finanças Comportamentais.

4.6.1. Utilização de uma medida de risco para a tolerância ao risco

No processo de definição da política de investimento, foi identificado que a classificação de acordo com o perfil de risco do cliente, definido através de questionário *Suitability*, não é suficiente para atender às diversas nuances existentes entre os vários tipos de clientes.

Percebeu-se também uma dificuldade no controle de exposição ao risco, realizado no processo de construção e revisão da carteira de investimentos, pois ele também é realizado através da utilização do mesmo perfil de risco definido através de questionário *Suitability*.

Baseando-se em Bodie et al. (2010), que sugerem a aplicação de questionários e entrevistas como forma de avaliar a capacidade intelectual e emocional de tolerância ao risco, e a utilização dos resultados como limites de tolerância ao risco a serem incorporados na política de investimento, propõe-se a utilização de uma medida de risco objetiva, que indicará o limite de tolerância ao risco do cliente.

Assim, o limite de tolerância ao risco será utilizado no processo de investimento, e espera-se que haja a redução da falha da qualidade.

Bodie et al. (2010), citam o exemplo de um caso de implantação do limite de tolerância ao risco. O processo envolveu a definição pelo investidor da máxima perda absoluta que ele poderia suportar, e, para evitar que isso ocorra, os procedimentos

necessários foram executados para minimizar o risco de perdas maiores do que o limite definido.

Nesse sentido, propõe-se a utilização do Value at Risk (VaR), que representa a pior perda esperada, a um nível de confiança (por exemplo, 99% de confiança), em um horizonte de tempo, como um dia.

Assim, é proposta a utilização do VaR como uma medida de risco quantitativa, facilmente definível e que pode ser utilizada no controle de risco das carteiras, após a alocação de recursos, e também como critério a ser obedecido no processo de alocação de recursos, de forma que elimine-se o risco de aumentar a exposição ao risco de maneira superior ao definido na política de investimentos.

No entanto, dado que o VaR não é uma medida 100% precisa, ainda existirá o risco de perda, portanto é importante atuar na gestão das expectativas do cliente, de forma a ajustá-la de acordo com os principais vieses cognitivos encontrados na literatura. Desse modo, será possível capacitar o cliente a suportar períodos de alta volatilidade que possam ocorrer e assim possibilitar que o desempenho do investimento, no horizonte de investimento definido, seja superior às expectativas.

4.6.2. Gestão das expectativas e percepções

Conforme Trone et al. (1996 apud Grable e Lytton, 1997) afirmam, a capacidade de um investidor atingir o seu objetivo de investimento possui grande influência da capacidade emocional de aceitar possíveis perdas, ou seja, da capacidade de tolerância ao risco.

Dado que o cliente participa do processo de prestação de serviços, há uma relação de coprodução, que irá influenciar o seu resultado. Nesse processo, o prestador de serviço pode interagir junto ao cliente com o objetivo de exercer uma influência sobre a atuação do cliente, para que o resultado final seja satisfatório.

Nesse sentido, o prestador de serviço deve atuar junto ao cliente, formando a sua expectativa em relação às diversas situações que podem acarretar em perdas para o cliente, de modo que a tolerância ao risco que for definida no processo de investimento continue adequada para o cliente durante o processo de prestação de serviço, salvo em casos de mudança nas necessidades do cliente.

Gianesi e Corrêa (1994) destacam quatro fatores que influenciam a formação das expectativas do cliente em relação ao serviço: comunicação boca a boca; experiência anterior; comunicações externas e necessidades pessoais.

A comunicação boca a boca é um fator que pode gerar grande influência na formação da expectativa do cliente. Dado o alto poder aquisitivo dos clientes, pode-se inferir que eles possuem conhecidos que utilizam serviços similares em concorrentes, ou até mesmo na própria instituição financeira, e podem ocorrer comparações em relação à prestação do serviço. Analogamente, os clientes podem possuir conhecidos com necessidades parecidas, onde pode ocorrer a comparação da solução proposta atual e das soluções nesses casos. Por outro lado, pode ser um instrumento útil para auxiliar a aquisição de novos clientes.

A influência de experiências anteriores pode estar relacionada às experiências em outra instituição financeira, em relação aos serviços prestados por outra área do banco, e em relação a investimentos em um ativo ou classe de ativos, além das próprias experiências decorrentes do serviço prestado atualmente. Portanto, esses fatores devem ser levados em consideração no processo de identificação e geração das expectativas.

É comum os clientes utilizarem os serviços de várias instituições financeiras simultaneamente, e como comentado anteriormente, existem alguns casos de clientes do Banco Zeta que possuem outros fundos Exclusivos em outras instituições financeiras. As expectativas e percepções em relação ao desempenho, por exemplo, podem possuir forte relação com o desempenho dos fundos na concorrência. Nesses casos é necessário identificar se o cliente possui essa expectativa, e, caso existir, é recomendado elaborar maneiras de acompanhar os concorrentes, possibilitando gerenciar as percepções.

As comunicações externas não possuem tanta influência nesse caso, pois as informações relacionadas aos cotistas são sigilosas, não sendo divulgadas publicamente. Isso impossibilita o uso do desempenho dos fundos Exclusivos como propaganda.

Em relação às necessidades pessoais específicas de cada cliente, existem situações em que o cliente pode ter desejos conflitantes com as suas necessidades, como, por exemplo, o caso de um cliente que investe um recurso provisionado para pagamento de dívidas e deseja que a rentabilidade seja alta, embora existam inúmeras restrições e não seja adequada à suas necessidades a exposição a tanto risco. Em casos como esse, Corrêa e Caon (2002) sugerem que o fornecedor do serviço deve ajustar as necessidades e desejos dos clientes com suas expectativas.

Como mencionado anteriormente, Ganesi e Corrêa (1994) defendem que, caso não seja possível realizar o ajuste das expectativas, os profissionais devem considerar a hipótese de recusar a prestação do serviço, pois a avaliação do cliente sobre o serviço pode ser negativa no futuro. Assim, em casos que o cliente for intransigente e apresentar expectativas não realistas, a recusa de prestação do serviço deve ser considerada.

Assim, a gestão de expectativas ocorrerá nos momentos da verdade críticos que possuem maior relevância na criação de expectativas para os clientes. Tais momentos da verdade são as reuniões realizadas no período de contratação do serviço e reuniões de alteração da política de investimento, nas quais o cliente irá formar a maior parte de suas expectativas em relação ao serviço. Outro momento da verdade crítico são as reuniões de acompanhamento e prestação de contas, onde o gestor tem a possibilidade de adequar as expectativas dos clientes, no caso de haver excesso de confiança devido a um desempenho acima do esperado, e adequar as percepções nos casos em que o desempenho for abaixo do esperado.

4.6.2.1. Abordagem para os vieses cognitivos

Durante os momentos da verdade críticos, surgem as principais oportunidades de realizar a gestão das expectativas e percepções dos clientes em relação à qualidade do serviço prestado. A análise dos vieses cognitivos que influenciam o comportamento dos

clientes, aliada aos fatores de formação das expectativas comentados anteriormente, possibilita abordagens para tentar adequar as expectativas e percepções dos clientes.

O excesso de confiança e otimismo induz as pessoas a superestimarem as previsões de probabilidade dos acontecimentos futuros, já que consideram que suas habilidades e conhecimentos são superiores a dos demais e que os riscos são inferiores. Dessa maneira, esses julgamentos equivocados criam ilusões de controle sobre as situações. Portanto, os clientes com excesso de confiança podem subestimar os riscos envolvidos e, consequentemente, aceitar mais riscos do que geralmente tolerariam. Como abordagem para adequar a expectativa do cliente em relação à possíveis perdas, é proposta a explicitação de todos os riscos envolvidos, incluindo sobre os elementos que o cliente considera possuir um grau de conhecimento superior ao das outras pessoas.

De acordo com o viés da disponibilidade apresentado por Tversky e Kahneman (1974), os indivíduos possuem uma tendência de lembrar eventos que foram marcantes. Como consequência, eles superestimam a probabilidade desses eventos ocorrerem. Esse viés ocorre também ao analisar o histórico de desempenho de um investimento, ocasionando a geração de uma expectativa de desempenho futuro similar ao passado, e caso não ocorra, pode acarretar uma má avaliação. Como abordagem para adequar a expectativa do cliente em relação à possíveis perdas que podem ocorrer, é proposta a desconstrução do pensamento de que o desempenho histórico representa uma garantia de rentabilidade futura.

O conceito de contabilidade mental, mencionado por Kahneman e Tversky (1984) e Thaler (1985), indica que as pessoas tendem a monitorar os resultados dos seus investimentos separadamente. Ao analisar uma carteira de investimentos, composta por diversos ativos, o cliente pode avaliá-los individualmente, julgando os seus retornos, ao invés de analisar a carteira como um todo, onde os ativos são elementos da estratégia de investimento e possuem um papel de diversificação.

Como abordagem para adequar a expectativa do cliente em relação à possíveis retornos negativos de ativos individuais, é proposto o treinamento de educação financeira, com o objetivo de explicar como funciona o processo de diversificação entre

as diferentes classes de ativos, e entre os ativos individualmente, para que o cliente para que ele possa analisar a carteira de investimentos como um todo. Em relação à gestão das percepções, é proposto que os profissionais que tenham contato com o cliente deem ênfase à análise e explicação da carteira como um todo, nos momentos em que forem realizadas reuniões de acompanhamento com o cliente, conforme sugerido por Thaler et al. (1997).

De acordo com a abordagem de Aversão à Perda Míope, de Benartzi e Thaler (1995), a frequência de avaliação dos investimentos influencia a percepção sobre as perdas. Caso a avaliação dos investimentos seja feita em horizontes de tempo longos, é possível reduzir a aversão ao risco. Nesse sentido, a abordagem proposta para reduzir a percepção negativa em relação a perdas é a redução da frequência de avaliação, ou seja, o cliente deve avaliar os investimentos em períodos longos, como um ano.

A aversão à ambiguidade, de acordo com Ellsberg (1961), indica que os clientes preferem investir em ativos financeiros com risco definido ou em ativos sobre os quais eles tenham conhecimento prévio, ao invés de aplicar em incertezas. Por um lado, isso implica que o cliente provavelmente se sentirá mais confortável em relação aos ativos sobre os quais tenha conhecimento prévio. No entanto, o cliente dificilmente investirá em outros ativos, que podem ter um retorno excelente e também contribuir para a diversificação da carteira. Assim, em casos que o gestor considere interessante o investimento em classes de ativos que o cliente não possui conhecimento prévio, é proposto que o gestor faça a sugestão para o cliente de alocar inicialmente um volume baixo de recursos, que seriam aumentados de forma gradual, de modo que o cliente adquira com o tempo o conforto em relação à classe de ativos.

Por fim, conforme o conceito de aversão à perda, elaborado por Kahneman e Tversky (1979), os investidores possuem uma tendência de serem mais sensíveis às perdas do que aos ganhos. Portanto, em momentos de perdas e momentos de alta volatilidade do mercado, é recomendada a realização de reuniões de acompanhamento com os gestores, de modo a evitar a criação de uma percepção negativa em relação à esses momentos.

Desse modo, as abordagens possíveis estão resumidas na Tabela 1, de acordo com os momentos da verdade críticos, listados a seguir:

1. Reuniões de contração do serviço;
2. Reuniões para alteração da política de investimento;
3. Reuniões de acompanhamento e prestação de contas.

Viés cognitivo	Momento da Verdade	Possível consequência	Abordagem Proposta
Excesso de confiança e otimismo	1,2	Subestimação dos riscos envolvidos em relação aos aspectos que possui confiança/otimismo maior.	Explicitar todos os riscos envolvidos, incluindo os elementos que o cliente considera possuir um grau de conhecimento superior ao das outras pessoas.
Disponibilidade	1,2	Subestimação dos riscos envolvidos em relação aos aspectos que possui experiência positiva anterior.	Explicitar todos os riscos envolvidos, incluindo os aspectos que o cliente possui experiência positiva anterior.
Contabilidade Mental	1,2	Avaliação dos ativos individualmente, causando uma sensação de desconforto em relação ao risco dos mesmos.	Educação financeira do cliente, com foco nos benefícios da diversificação entre classes de ativos e entre ativos de uma mesma classe.
Aversão à Perda Míope	3	Avaliação dos ativos individualmente, causando uma sensação de desconforto em relação ao risco dos mesmos.	Ênfase na análise e explicação da carteira como um todo.
Aversão à Perda Ambígua	3	Frequência de avaliação dos investimentos é alta, induzindo em uma maior sensação de aversão ao risco.	Propor ao cliente avaliar os investimentos com uma frequência menor, ou seja, em períodos longos, como um ano.
Aversão à perda	3	Investimento em ativos que o cliente não possui conhecimento prévio pode causar uma sensação de desconforto em relação aos mesmos.	Proposta de investimento inicial baixo e aumento gradual, de modo que o cliente adquiria conforto em relação aos ativos.

Tabela 1 - Abordagens propostas para os momentos da verdade críticos

4.7. Plano de implementação das propostas

Para colocar em prática as propostas de melhorias, é necessário desenvolver um plano de implementação, de acordo com suas características.

Para a utilização do VaR como limite de risco, é necessário propor uma maneira de determina-lo. Após sua determinação e incorporação na política de investimento, é necessário definir como será a utilização como ferramenta de controle.

Em relação à gestão das expectativas e percepções dos clientes, foram desenvolvidos subsídios que irão direcionar a abordagem dos gerentes de relacionamento e os profissionais da área de *Asset Allocation*. Portanto, o elemento crítico da implementação do processo de melhoria da gestão das expectativas e percepções dos clientes é a capacitação dos profissionais mencionados anteriormente.

4.7.1. Definição do Limite de Risco

Para definir o limite de VaR adequado ao cliente, é proposto incluir uma questão no questionário de *Suitability* utilizado atualmente, onde o cliente indicaria qual a perda máxima que ele considera que poderia suportar, em um série de intervalos temporais e baseado em um índice de referência, conforme demonstrado na Tabela 2.

Perda Máxima Aceitável (% do CDI)	Horizonte de tempo (meses)				
	1	3	6	12	24
100%	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
90%	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
75%	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
50%	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
25%	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
0%	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Tabela 2 - Questão sobre a perda máxima aceitável

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, após a resposta do cliente, as informações obtidas serão incorporadas na política de investimento do fundo Exclusivo, e serão utilizadas como guia estratégico da alocação de recursos.

4.7.2. Incorporação no controle de riscos

Os limites de risco utilizados atualmente nos controles realizados pela área de Riscos são baseados no perfil de risco do cliente (conservador, moderado e arrojado). Para utilização do VaR como medida de controle, propomos que a substituição dos limites de risco utilizados atualmente para os limites de riscos que estarão determinados na política de investimento

Dessa forma, a área de Riscos continuará a enviar um relatório diário demonstrando a exposição ao risco de cada fundo Exclusivo e notificará os gestores no caso de exceder o limite de risco.

Em relação à utilização do VaR como um critério a ser utilizado como no processo de alocação de recursos, é proposta o desenvolvimento de uma ferramenta para simulação

do VaR de uma carteira de ativos alvo, dados uma carteira de ativos atual e as movimentações que serão realizadas nela. O presente trabalho não irá tratar dos detalhes de construção da ferramenta, que deverá ser desenvolvida em conjunto pela área de *Asset Allocation* e de Riscos.

4.7.3. Capacitação dos profissionais

Para que a gestão das expectativas e percepções dos clientes seja realizada de forma adequada, é necessário capacitar os profissionais responsáveis pela interação com os clientes, que são os gerentes de relacionamento e os profissionais da área de *Asset Allocation*. Para tal, é proposta a realização de treinamentos para esses profissionais com o objetivo de descrever os vieses cognitivos existentes e suas possíveis consequências e explicar as possíveis abordagens para adequar as expectativas e percepções dos clientes.

Para que os treinamentos sejam mais eficazes, propõe-se que sejam realizados em grupos pequenos, com o objetivo de facilitar a absorção do conhecimento e também propiciar um ambiente em que os profissionais estejam confortáveis em interagir e realizar perguntas.

4.8. Resultados esperados

Portanto, através da aplicação do plano de implementação das melhorias propostas, espera-se que o problema da inadequação da tolerância ao risco do cliente e da exposição ao risco da carteira de investimentos seja corrigido, e, como consequência, o desempenho dos fundos Exclusivos seja adequado às expectativas dos clientes, aumentando o grau de satisfação e a retenção dos mesmos.

5. CONCLUSÃO

O desenvolvimento do trabalho atingiu seus objetivos específicos ao identificar as causas da inadequação entre a tolerância ao risco e a exposição ao risco encontrada nas carteiras de investimento dos clientes e ao propor melhorias para corrigi-las.

No processo, foi realizado o estudo do contexto da prestação do serviço e a análise das características intrínsecas ao serviço de gestão de recursos de terceiros. Em seguida, o processo de investimento foi analisado, com o objetivo principal de identificar como ocorre a participação do cliente no sistema de operação do serviço, e quais os impactos dessa participação. Assim, foram identificados processos críticos que envolvem o cliente como principal gerador de informações essenciais para o sucesso do processo de investimento.

Dentre essas informações, a tolerância ao risco do cliente se destacou como elemento de maior dificuldade de definição. Ao contrário de outros parâmetros, que influenciam o processo de investimento, como objetivos de investimento, necessidade de liquidez, horizonte de investimento, entre outros, a tolerância ao risco é subjetiva, e, portanto, difícil de ser mensurada.

A aplicação de questionários de avaliação de riscos é uma ferramenta recomendada pela literatura, mas não geram critérios objetivos, resultando em faixas de tolerância muito amplas. Foi assumido que, embora possam ser utilizadas como orientação do processo de investimento, elas não possuem a capacidade de serem utilizadas para ajuste fino na carteira de investimentos.

Nesse ambiente de subjetividade, o ajuste fino é realizado pelo gestor. No entanto, dado o amplo espectro de definição dos limites de risco, existe a probabilidade de em certos momentos ultrapassar a disposição do cliente em aceitar riscos. Nesse caso, conforme afirmado por Trone et. al (1996, apud Grable e Lytton, 1997), há a probabilidade de ocorrência de perdas para o cliente.

Dado o dever fiduciário de um gestor de investimentos, que deve agir no melhor interesse de seus cotistas, os gestores encontram-se frequentemente em um dilema: realizar os investimentos através de uma baixa exposição ao risco na carteira e, consequentemente, um retorno abaixo das expectativas, ou aumentar a exposição ao risco na carteira, em busca de retornos maiores, aumentando a probabilidade de superar o limite de tolerância do cliente.

Dessa maneira, a definição de um espectro de atuação mais restrito resulta na redução da probabilidade de causar um desconforto no cliente e, consequentemente, reduz a probabilidade de uma percepção negativa em relação ao serviço prestado. Nesse sentido, a literatura de gestão de riscos indica que o indicador *Value at Risk* pode ser uma medida útil para definir o limite de tolerância ao risco do cliente, e, portanto, sua aplicação como elemento de orientação estratégica é sugerida.

No entanto, a adoção de tal medida, não elimina a probabilidade de ocorrem situações em que em virtude de momentos de alta volatilidade do mercado, o limite de tolerância ao risco do cliente seja excedido. Portanto, cria-se outra necessidade, que é estudar os aspectos comportamentais relacionados à tolerância ao risco, através das Finanças Comportamentais.

Após o estudo, foram identificados diversos vieses cognitivos que afetam a percepção ao risco dos investidores em geral. As consequências de tais vieses cognitivos que podem influenciar a tolerância ao risco foram estudadas, e abordagens foram desenvolvidas com o objetivo de adequar as expectativas e percepções do cliente em relação aos riscos, e, consequentemente, em relação ao serviço prestado.

Dessa maneira, foram desenvolvidas duas propostas de melhoria para serem implementadas no sistema de operação do serviço com o objetivo de adequar a tolerância ao risco do cliente em relação ao risco das carteiras de investimento, de modo que o desempenho seja dependente apenas da qualidade do processo de investimento, ou seja, da capacidade de decisão de alocação de recursos nas melhores classes de ativos e de seleção dos melhores ativos.

Assim, espera-se que ocorram melhorias na avaliação do serviço prestado, e, consequentemente, o aumento da retenção de clientes e o alcance dos respectivos benefícios.

Ao final, as propostas de melhoria tiveram boa aceitação e o estudo de sua implementação foi iniciado. Espera-se que as propostas sejam adotadas, dado os potenciais ganhos.

Concluindo, dado que a análise ficou restrita apenas à dimensão de avaliação do serviço onde foi identificada uma falha da qualidade, outras dimensões também podem ser relevantes. Nesse sentido, como recomendação para futuros projetos, o estudo das dimensões da qualidade utilizadas na avaliação do serviço prestado por uma gestora de recursos poderia contribuir para o desenvolvimento de estratégias para aumentar a satisfação do cliente.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais. **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento.** 2014. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br>> Acesso em: 27 out. 2014.

AHMAD, R., BUTTLE, F. **Customer retention: a potentially potent marketing strategy.** Journal of Strategic Marketing, v. 9, p. 29-45, 2001.

BENARTZI, S.; THALER, R. H. **Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle.** The Quarterly Journal of Economics, v. 110, n. 1, pp. 73-92, 1995.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. **Investments.** New York: McGraw-Hill, v. 9, 2010.

CORREA, H.; CAON, M. **Gestão de Serviços.** Atlas, 2002.

CSRI, Credit Suisse Research Institute, **Global Wealth Report 2013.** Pág. 43, out. 2013. Disponível em: <<http://www.credit-suisse.com>>. Acesso em: 12 out. 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários - **Instrução N. 409**, 2004. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 28 out. 2014.

ELLSBERG, D.. **Risk, ambiguity, and the savage Axioms.** The Quarterly Journal of Economics. v.75, n.4, pp. 643-669, 1961.

FISHER, L. F.; STATMAN, M. **A behavioral framework for time diversification.** Association for Investment Management and Research, p. 88-97, 1999.

FITZSIMMONS, A. J.; FITZSIMMONS, J.M. **Administração de Serviços.** Bookman, 2005.

FLEURIET, M. **Investment Banking explained: An insider's guide to the industry.** New York: McGraw-Hill, 2008.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços.** 17^a edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GRABLE, J. E. **Assessing financial risk-tolerance attitudes using semantic differential scales.** Journal of Personal Finance, p. 68-88, 2004.

GRABLE, J. E.; LYTTON, R.H. **Investor's Risk Tolerance: Testing the efficacy of Demographics as Differentiating and Classifying Factors.** Association for Financial Counseling and Planning, v. 9, p. 61- 74, 1998.

_____. **Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument.** Financial Services Review, v.8, p.163-181, 1999.

GRÖNROOS, C. **Service management and marketing: managing the moments of truth in service competition**, pg. 41. Lexington: Lexington Books, 1990.

JOHNSTON, R.; CLARK, G. **Administração de Operações de Serviço.** São Paulo: Atlas, 2002.

JORION, P. **“How Informative Are Value-at-Risk Disclosures?”** The Accounting Review, v. 77, p. 911-932, 2002.

KAHNEMAN, D., TVERSKY, A. **Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk.** Econometrica, v. 47, p. 263-291, 1979.

PARASURAMAN, A.; ZEITHAML, V. A.; BERRY, L. L. **SERVQUAL: a multiple-item scale for measuring consumer perceptions of service quality.** Journal of Retailing, v. 64, p.12-40, 1988.

_____. **A conceptual model of service quality and its implications for future research.** Journal of Marketing, v. 49, n. 4, p. 41-50, 1985.

PORTRER, M. E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência.** Rio de Janeiro: Campus, 1986.

REICHHELD, F. F. **A estratégia da lealdade: a força invisível que mantém clientes e funcionários e sustenta crescimento, lucros e valor.** Rio de Janeiro: Campus, 1996.

SAVAGE, L. **The Foundations of Statistics.** New York: Wiley, 1964.

SILVESTRO, R.; FITZGERALD, L.; JOHNSTON, R.; VOSS, C. **Towards a classification of service processes.** International Journal of Service Industry Management, 1992.

STOWELL, D. **Investment banks, hedge funds, and private equity.** Waltham: Elsevier, 2013.

THALER, R.; TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D.; SCHWARTZ, A. **The effect of myopia and loss aversion on risk taking: an experimental test.** The Quarterly Journal of Economics, v. 112, n. 2, pp. 647-661, 1997.

TVERSKY, A., KAHNEMAN, D. **Judgment under uncertainty: heuristics and biases.** Science, v. 185, ed. 4157, p. 1124–1131, 1974.

VALOR ECONÔMICO. **Banco negocia alívio para tesouraria.** 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3579212/banco-negocia-alivio-para-tesouraria>> Acesso em: 13 out. 2014.

WEINSTEIN, N. **Unrealistic Optimism about Future Life Events.** Journal of Personality and Social Psychology, v. 39, p. 806-820, 1980.

ZEITHAML, V. A.; BERRY, L. L.; PARASURAMAN, A. **The Behavioral Consequences of Service Quality.** Journal of Marketing, v. 60, p.31-46, 1996.