

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

DANILO PEREIRA REIS

ACONSELHAMENTO FINANCEIRO E DIVERSIFICAÇÃO

DE CARTEIRAS DE INVESTIMENTO DE INVESTIDORES

INDIVIDUAIS

São Paulo

2020

DANILO PEREIRA REIS

**ACONSELHAMENTO FINANCEIRO E DIVERSIFICAÇÃO DE
CARTEIRAS DE INVESTIMENTO DE INVESTIDORES INDIVIDUAIS**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi

São Paulo

2020

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

R375a	Reis, Danilo Pereira Aconselhamento financeiro e diversificação de carteiras de investimento de investidores individuais / Danilo Pereira Reis. - - São Paulo, 2020. 26 f. Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração com Ênfase em Finanças. 1. Educação financeira. 2. Mercado financeiro - Brasil. 3. Investimentos de Capital - Brasil. 4. Administração financeira. CDD 332.6
-------	---

0Bibliotecário responsável: Elba Lopes, CRB- 8/9622

DANILO PEREIRA REIS

**ACONSELHAMENTO FINANCEIRO E DIVERSIFICAÇÃO DE CARTEIRAS DE
INVESTIMENTO DE INVESTIDORES INDIVIDUAIS**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dra. Claudia Emiko Yoshinaga
Fundação Getulio Vargas – FGV

Prof.Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, de fevereiro de 2020.

Aconselhamento financeiro e diversificação de carteiras de investimento de investidores individuais

Danilo Pereira Reis

Mestre em Administração

E-mail: danilo_pereira_reis@hotmail.com

Resumo

Alguns estudos avaliam o aconselhamento financeiro em relação à diversificação do portfólio, porém não existe um consenso sobre seu efeito. O presente estudo busca determinar se o aconselhamento financeiro contribui para formar carteiras diversificadas. Os resultados demonstram, de forma geral, que indivíduos com aconselhamento financeiro tendem a formar carteiras com maior grau diversificação em relação a investidores sem o aconselhamento financeiro e que aspectos como volume financeiro e tolerância a risco são fatores determinantes para a diversificação de portfólio.

Palavras-chave: Aconselhamento financeiro. Diversificação de portfólio. Investidor individual. Volume financeiro. Tolerância a riscos.

Abstract

Some studies evaluate the financial advice in relation to portfolio diversification, but there is no consensus on its effect. The present study seeks to determine whether financial advice contributes to forming diversified portfolios. The results demonstrate, in general, that individuals with financial advice tend to form portfolios with a greater degree of diversification in relation to investors without financial advice and that aspects such as financial volume and risk tolerance are determining factors for portfolio diversification.

Keywords: Financial advice. Portfolio diversification. Individual investor. Financial volume. Risk tolerance.

1 Introdução

Os investidores individuais têm acesso a diversas alternativas de investimento, entre elas estão as ações, derivativos, fundos de investimentos, títulos públicos e privados, entre outros, cada um com suas características. Muitas alternativas de ativos permitem a diversificação na construção de portfólios, sendo possível construir uma série de carteiras, nos mais variados níveis de retorno exigido e que sejam otimizadas para a redução do risco.

A diversificação consiste em selecionar ativos com diferentes comportamentos em face das alterações de cenário. Para alocar recursos a diferentes ativos, o investidor leva em conta a correlação passada entre eles. Essa medida é importante porque funciona como *proxy* de que forma o ativo vai se comportar em relação ao outro.

Com a diversificação, o investidor tem a possibilidade de mitigar o risco não sistemático, que consiste em um risco que afeta um ativo ou um grupo de ativos e por isso é específico. Já o risco sistemático não pode ser diversificado, pois este afeta todos os ativos presentes no mercado.

Entretanto, é comum que o comportamento dos investidores se desvie da teoria padrão sobre seleção de portfólio de Markowitz (1952). Alguns estudos demonstram que indivíduos que possuem investimentos em renda variável tendem a ser mais ricos, mais instruídos, mais tolerantes a riscos e mais informados sobre o mercado financeiro (Kuzniak, Rabbani, Heo, Ruiz-Menjivar, & Wang & Hanna, 2007). Os que normalmente preferem títulos e fundos de renda fixa são aqueles que possuem maior aversão ao risco financeiro, são mais velhos ou aposentados e têm um horizonte de tempo curto, ou limitado (Gibson, 2000). Além disso, a correlação entre risco e gênero mostra que as mulheres tendem a correr menos riscos que os homens (Byrnes, Miller, & Schafer, 1999). Outras explicações potenciais para esses desvios da teoria são fatores psicológicos (Kahneman & Tversky, 1979), ou custos de aquisição de informações (Vissing-Jorgensen, 2003).

Outra provável determinante do comportamento do investidor na formação do portfólio de investimento é o aconselhamento financeiro profissional. Em muitos países, como o Brasil, é natural que investidores individuais confiem em consultores financeiros profissionais ao tomar decisões de investimento.

Alguns estudos avaliam o aconselhamento financeiro, porém não existe um consenso sobre seu efeito. Planejadores financeiros desempenham um papel importante na promoção da diversificação e mitigação do risco do portfólio (Rabbani, Grable, Woodyard, & Yao, 2018). No entanto, Hackethal, Haliassos e Jappelli (2012) argumentam que o aconselhamento

financeiro tem um efeito negativo. Já Kramer (2012) acredita que não existe efeito algum na geração de valor, mas existe maior diversificação nas carteiras assessoradas.

Diante de um cotidiano cada vez mais dinâmico, mesmo investidores com perfil de alta renda têm uma certa dificuldade de estabelecer uma interação constante e objetiva com o banco e corretoras, sobretudo para falar de investimentos. Prestar uma assessoria financeira requer tempo e atenção para que ela seja efetiva. Visando atender as necessidades dos clientes, diversos modelos de atendimento remoto e presencial foram implementados por Bancos e Corretoras, inclusive o serviço de aconselhamento financeiro.

Nesse sentido, o presente estudo visa verificar se o aconselhamento financeiro contribui para formar carteiras diversificadas e se aspectos como volume financeiro e tolerância a risco apontados na literatura também são significativos na diversificação.

Em linhas gerais as implicações deste estudo são práticas, a fim de demonstrar se o aconselhamento financeiro proporciona melhorias no portfólio, aumentando sua diversificação, e quais fatores são relevantes para que se tenha um plano de ação de modo a atuar melhorando as condições dos investidores. Com essas informações será possível encontrar soluções que auxiliem os assessores e investidores na formação de carteiras mais diversificadas e possivelmente mais seguras e rentáveis de acordo com o perfil de risco. Este estudo foi realizado com clientes de uma grande instituição financeira com presença mundial e que atende seus investidores de forma remota e presencialmente.

2 Revisão da Literatura

2.1 Diversificação

De forma geral, a diversificação é um dos pilares centrais da Moderna Teoria de Finanças, e é extremamente relevante para uma boa gestão de ativos. Ela promove a redução do risco e ajuda a formar carteiras mais adequadas aos perfis de investidor, evitando a concentração em apenas um ativo (Markowitz, 1952).

Existem diversas formas de medir a diversificação de uma carteira, porém não há uma medida amplamente aceita (Meucci, 2009). Algumas medidas são utilizadas de forma simultânea, conforme aponta a literatura do tema. Entre elas estão a correlação negativa dos ativos, conforme indica o estudo de Skintzi e Refenes (2005). O risco sistemático e o não sistemático também são uma medida extremamente importante, pois mostram até onde a diversificação é efetiva na redução de riscos (Sharpe, 1964). A proporção da diversificação é abordada no estudo de Christoffersen, Errunza, Jacobs e Langlois (2012), no qual os autores

concluem que a diversificação pode ser mais ou menos efetiva de acordo com o mercado avaliado, sendo melhor aproveitada em países emergentes.

Mesmo com os estudos e com o apoio da literatura, o comportamento real do investidor se desvia da teoria padrão e carteiras não otimizadas são formadas seja pela escolha de ativos positivamente correlacionados ou por concentração, entre outros (Campbell, 2006).

Algumas explicações para o desvio da teoria padrão de Markowitz (1952) de diversificação são abordadas em estudos, tais como o estudo de Simon (1951) que fala sobre os limites da racionalidade, ou seja, o investidor não tem a capacidade de processar as informações para a tomada de decisão. Além disso, há os estudos de Kahneman e Tversky (1979) sobre finanças comportamentais, que demonstram que fatores psicológicos e emocionais como as heurísticas (atalhos mentais) e vieses cognitivos (erros sistemáticos) têm grande influência na tomada de decisão do investidor.

2.2 Aconselhamento financeiro

O conceito de aconselhamento e busca de informações foi amplamente contemplado na literatura de aconselhamento financeiro nas últimas duas décadas. Nesse sentido, Grable e Joo (1999) abordam uma estrutura de comportamento em busca de assistência nas decisões financeiras. O conceito de Grable e Joo (1999) englobou alguns estágios de busca de assistência com base na hipótese de que os consumidores realizam análises de custo-benefício ao decidir procurar assistência e onde procurar assistência. Originalmente o foco foi em uma simples decisão de procurar assistência ou não.

Posteriormente, Grable e Joo (2001) ampliaram o modelo para examinar a decisão de procurar assistência profissional ou não profissional. Os indivíduos que indicaram o uso de planejadores e consultores financeiros, agentes de seguros ou corretores como seu principal fornecedor de assistência foram classificados como candidatos a assistência profissional; já os indivíduos que indicaram o uso de amigos, familiares ou colegas de trabalho como seu principal fornecedor de assistência foram classificados como candidatos a assistência não profissional.

Os custos e a qualidade do aconselhamento financeiro dependem dos problemas da agência (conflitos de interesse) entre os clientes e os assessores, que por sua vez devem seguir um modelo de negócios e estão em um mercado de serviços financeiros com alta intensidade da concorrência (Krausz & Paroush, 2002).

O estudo de Kwon (2004) identificou quatro tipos de fontes de assistência e informação, observando se a fonte é pessoal ou impessoal, ou seja, se ela é controlada por um profissional do mercado financeiro, como um gerente de relacionamento com possíveis conflitos de

interesse ao obter lucro com uma transação — pessoal —, ou se é controlada por família, amigos e outras fontes neutras/impeçoais (por exemplo, mídia). Kwon observou que amigos e familiares eram a fonte de assistência e informação mais frequentemente usada.

De acordo com Chang (2005), a renda é um dos principais determinantes na busca de assistência financeira, na medida em que os indivíduos de alta renda têm maior possibilidade de procurar aconselhamento profissional, enquanto os indivíduos de baixa renda se orientam por meio de redes sociais, como família ou colegas de trabalho.

Muitos investidores dependem de assessores financeiros para tomada de decisão de investimentos, seja por meio de bancos, corretoras, jornais, revistas e empresas de *research*. Outros preferem tomar decisões por conta própria, seja por se considerarem conhecedores dos aspectos necessários para tomada de decisão ou por não confiarem em terceiros.

Conforme mencionado anteriormente, não existe um consenso sobre a efetividade do aconselhamento financeiro, seja na diversificação de carteira, ou na geração de valor para o investidor. Um estudo conduzido com um conjunto de dados de um banco da Suíça conclui que o aconselhamento financeiro tem efeito negativo quando se trata de operações com ações. Este estudo ainda destaca que mesmo com o mal desempenho, os investidores não deixam de procurar o aconselhamento financeiro (Hoechle, Ruenzi, Schaub, & Schmid, 2017).

Contudo, os estudos de Barber e Odean (2001) apresentam evidências do excesso de confiança (viés comportamental), mostrando que os investidores no mercado americano, principalmente do sexo masculino, tendem a fazer transações em demasia no mercado de ações, resultando em altos custos e afetando assim a geração de valor da carteira.

O estudo de Gaudecker (2015) faz um comparativo de diversificação de carteira incluindo pontuações nas variáveis-chave, e conclui que famílias com alto grau de educação e/ou com aconselhamento financeiro têm carteiras mais rentáveis em pelo menos 50 pontos em relação às que possuem níveis educacionais abaixo da média e/ou não contam com aconselhamento financeiro.

Já Kramer (2012) investiga se consultores financeiros agregam valor à carteira. Sua amostra conta com investidores holandeses que recebem indicações e com aqueles que decidem por conta. O estudo mostra que as características das carteiras dos indivíduos apresentam diferenças significativas, porém não há evidência de diferença do desempenho ajustado ao risco. Apesar disso, ele conclui que as carteiras assessoradas apresentam maior diversificação e menor risco.

O estudo de Hung e Yoong (2010) expõe uma conclusão relevante, em que aponta que o aconselhamento financeiro, quando solicitado ou procurado, é mais eficaz para a mudança de

comportamento do plano de aposentadoria dos indivíduos em relação ao aconselhamento financeiro não solicitado.

Alguns estudos conduzidos no Brasil, trazem importantes contribuições. Giannini (2018) conduziu um estudo com clientes de uma consultoria de investimentos, onde avaliou variáveis socioeconômicas e demográficas com o objetivo de verificar se clientes que receberam assessoria tem em media maior índice Sharpe de carteira. Os resultados apontaram que investidores com maior propensão ao risco, tendem a colocar mais ações em suas carteira que os demais, ou resultado bastante relevante é que os investidores que tiveram aconselhamento financeiro em media tem um volume de ações 35% maior frente aos que não tiveram aconselhamento.

De acordo com a literatura, o tema de diversificação em função do aconselhamento financeiro tem pontos ainda não abordados. Nesse sentido, o objetivo apresentado neste estudo traz à tona uma visão distinta, por se tratar de uma instituição que presta o serviço de aconselhamento financeiro de forma remota e presencial. Ao testar o efeito do aconselhamento sobre a diversificação contribui para a continuidade dos estudos, pois ainda não existe um consenso a esse respeito. Contudo, tratar a diversificação em função do volume financeiro e da tolerância a risco busca validar as conclusões anteriores e verificar se alguma diferença pode ser identificada.

3 Método

3.1 Amostra

O conjunto de dados foi fornecido por uma grande instituição financeira do segmento bancário localizada em São Paulo, com presença global. A amostra em questão conta com 308 clientes de alta renda com volume financeiro acima de 100 mil reais ou renda acima de 10 mil esses investidores foram divididos em dois grupos; com aconselhamento financeiro (n=151) e sem aconselhamento financeiro (n=157). Estes, por sua vez, possuem uma assessoria de investimentos dedicada, e os assessores que os atendem têm carteiras formadas de 250 a 500 clientes, com o objetivo de ofertar a diversificação de carteira respeitando o perfil de cada investidor.

Para atender os objetivos desse estudo, os dois conjuntos da amostra serão testados para verificar se existem diferenças na diversificação quando esta é relacionada ao aconselhamento financeiro. Não temos os dados históricos e sim uma “fotografia” de como esta a alocação do

investidor, e com base nessa informação vamos testar se os aconselhamentos recebidos anteriormente reflete de alguma forma na diversificação observada da carteira.

Os conjuntos de dados são de clientes de perfil de alta renda, e com características similares, alguns dados estatísticos podem ser observados. A Tabela 1 demonstra o numero de investidores com e sem aconselhamento financeiro, o perfil do investidor e a media de volume financeiro desses investidores.

Tabela 1
Volume Financeiro

Estatísticas	Sem aconselhamento		Com aconselhamento	
Média	R\$	1.226.576,34	R\$	1.777.510,21
Mínimo	R\$	123.481,00	R\$	150.000,00
Máximo	R\$	8.471.292,00	R\$	13.040.599,00
Soma	R\$	192.572.485,00	R\$	268.404.042,00
Contagem		157		151

Com aconselhamento - Volume financeiro x Perfil do Investidor					
	Conservador	Moderado	Balanceado	Arrojado	Agressivo
Média	R\$ 1.524.982,42	R\$ 1.509.528,63	R\$ 2.344.062,89	R\$ 2.613.137,80	R\$ 896.244,50
Mínimo	R\$ 210.222,00	R\$ 174.872,00	R\$ 739.620,00	R\$ 542.066,00	R\$ 150.000,00
Máximo	R\$ 5.958.426,00	R\$ 5.069.615,00	R\$ 13.040.599,00	R\$ 8.142.113,00	R\$ 1.590.682,00
Contagem	65	35	37	10	4

Sem aconselhamento - Volume financeiro x Perfil do Investidor					
	Conservador	Moderado	Balanceado	Arrojado	Agressivo
Média	R\$ 1.212.741,13	R\$ 1.161.012,82	R\$ 1.569.120,09	R\$ 1.125.688,14	R\$ 1.022.855,00
Mínimo	R\$ 123.481,00	R\$ 639.045,00	R\$ 979.167,00	R\$ 451.120,00	R\$ 635.631,00
Máximo	R\$ 8.471.292,00	R\$ 1.919.762,00	R\$ 2.467.619,00	R\$ 1.604.792,00	R\$ 1.677.155,00
Contagem	125	11	11	7	3

A amostra apresenta algumas limitações; por exemplo: não foi fornecido o histórico e evolução das carteiras para aferir a geração de valor para o investidor. De acordo com a instituição, as recomendações não apresentam conflitos de interesse e o assessor não tem metas de venda de produtos de investimentos e sim de captação de recursos.

3.2 Variáveis

A instituição presta o serviço de aconselhamento financeiro seguindo um processo previamente definido:

- entender o objetivo do investidor:** horizonte de tempo, expectativa de retorno e afins;

- b) **definir o perfil do investidor:** entender a tolerância a risco do investidor, para recomendar as aplicações;
- c) **recomendação:** uma vez definido o perfil de investidor, uma carteira previamente moldada pela instituição é apresentada ao investidor, explicando expectativa de retorno e risco potencial da carteira;
- d) **implementação:** estando de acordo com a recomendação, a alocação de ativos é efetivada;
- e) **monitoramento:** a alocação de ativos, é revisada periodicamente e se necessário são feitas alterações para adequação da carteira;

A recomendação de carteira é padronizada por um modelo prescritivo, ou seja, de acordo com o perfil do investidor existe uma carteira pronta para ele. Essas informações podem ser inclusive acessadas pelo site da instituição. Porém dificilmente a carteira é seguida fielmente pelo investidor, mesmo por que os objetivos dele podem conflitar com o prazo e a liquidez da carteira, na primeira etapa do aconselhamento quando é verificado o objetivo do investidor, o assessor pode fazer breves alterações na carteira recomendada, respeitando os limites percentuais de alocação e o perfil do investidor, para assim atender os objetivos do investidor.

As variáveis são os dados demográficos (Sexo, Idade, Formação superior e Estado civil), sociais (Renda e Volume financeiro) e as variáveis específicas da assessoria de investimentos da instituição (Perfil de investidor, Diversificação de carteira, contato com a assessoria, Quantidade de interações com a assessoria e Alocação de ativos).

O perfil do investidor é tema de um amplo campo de estudos. Nesse sentido, Cooper, Kingyens e Paradi (2014) destacam 4 elementos fundamentais para definir a tolerância a risco dos investidores: propensão, atitude, capacidade e conhecimento.

Em geral os perfis mais conhecidos são: (1) Conservador: tem por objetivo preservar capital, evitando riscos e possibilidades de perdas; (2) Moderado: tem o objetivo de aumentar seu ganho financeiro e se permite correr riscos de forma cautelosa; (3) Agressivo: este já investe de forma especulativa, visando maiores retornos financeiros mesmo que isso redunde em perda de capital.

De acordo com a instituição financeira que forneceu os dados, a limitação a apenas 3 perfis pode fazer com que investidores fiquem sem a recomendação adequada. Por esse motivo existe um modelo com 5 perfis de investidor: Conservador, Moderado, Balanceado, Arrojado e Agressivo.

Tabela 2

Perfis de investidor da instituição financeira

<u>Conservador</u>	A preservação do capital é fundamental. Não quer ver seus investimentos diminuindo, e portanto abre mão de maiores rentabilidades em troca de segurança.
<u>Moderado</u>	Prioriza a segurança do capital, mas aceita investir uma pequena parcela do dinheiro em investimentos que podem oscilar mais, na busca de uma rentabilidade diferenciada.
<u>Balaceado</u>	Aceita investir parte do dinheiro em investimentos de maior risco, admitindo eventuais perdas, na busca de retornos atrativos.
<u>Arrojado</u>	Está disposto a correr maiores riscos com os investimentos, aceitando eventuais variações negativas, na busca de maiores retornos no longo prazo.
<u>Agressivo</u>	Entende as oscilações do mercado e sabe lidar com as variações negativas. Aceita alta exposição em investimentos de maior risco e busca rentabilidades expressivas no longo prazo.

Vale ressaltar que a quantidade de perfis pode variar de uma instituição para outra; porém, para serem definidos, estes necessitam da validação da CVM (Comissão de valores mobiliários). A definição desses perfis é feita através de um questionário com 10 perguntas, aplicado para identificar o conhecimento sobre mercado e produtos de investimentos, objetivos, capacidade e tolerância a risco.

Para a variável “diversificação de carteira” foram mantidos os critérios que a própria instituição usa para determinar se a carteira está diversificada ou não. Ela apresenta uma carteira recomendada e usa um algoritmo (este algoritmo não foi fornecido) para definir o quão próxima está a “alocação de ativos” do investidor da recomendação.

Tabela 3

Percentual de alocação em classe de ativos de acordo com o perfil de investidor definido pela instituição

Classe de Ativo	Conservador	Moderado	Balaceado	Arrojado	Agressivo
Multimercado COE	8%	22%	28%	44%	46%
Renda Variável e ativos internacionais	0%	4%	9%	18%	24%
Inflação, RF Longo Prazo	5%	15%	18%	20%	20%
Renda Fixa (Fundo RF, RF Prefixado)	8%	9%	10%	10%	5%
Renda Fixa Pós	79%	50%	35%	8%	5%

A recomendação pode ser alterada mensalmente de acordo com os cenários econômico e mercadológico. Assim, o investidor tem sua carteira monitorada e, a cada 90 dias, no mínimo, recebe o contato do assessor para que, se necessário, alguma mudança seja efetivada.

Cada classe de ativo é alocada com uma finalidade específica, e como alguns ativos podem ter algum tipo de aversão por parte do investidor, é comum a instituição ter mais que uma opção dentro da classe de ativo.

- a) **multimercado:** Os fundos de investimentos multimercado são consideradas aplicações com alto grau de oscilação, tem ótimo potencial de valorização na carteira, porém as oscilações negativas podem fazer com que alguns investidores os evitem;
- b) **renda variável:** Dentro da classe de ativo as opções são as ações, fundos imobiliários entre outros. São investimentos alocados na carteira com o objetivo de valorização com ganho de capital (valorização da ação ou da cota) e ganho de dividendos (pagamento de juros, sobre o montante investido);
- c) **COE:** Esse investimento tem uma possibilidade de ganho superior aos investimentos tradicionais de renda fixa, adotando estratégias com derivativos e renda variável, porém tem mecanismos para evitar perdas, alguns até garantem o capital investido caso o investidor respeite o prazo da aplicação;
- d) **inflação** Os investimentos atrelados a inflação tem o objetivo de manter o poder de compra do investidor;
- e) **renda fixa pré:** Além de ganhos com a queda de taxa de juros, taxas prefixadas garantem um percentual de ganho quando o investidor leva o ativo ao vencimento;
- f) **renda fixa pós:** Os investimentos pós fixados são direcionados com o objetivo de oferecer liquidez e dosar o risco da carteira.

A instituição parte da premissa de que, para o investidor ter uma boa alocação de ativos, a assessoria de investimentos deve manter o contato com este a fim de lhe apresentar as carteiras e lhe conferir a recomendação de acordo com a carteira recomendada a cada perfil. Por este motivo, o investidor ter ou não “contato com a assessoria” é considerado determinante para a diversificação, assim como a quantidade de interações que ele tem com a assessoria.

A quantidade de interações com a assessoria dos investidores da amostra que não possuem aconselhamento financeiro é igual a zero. Já os investidores que recebem o

aconselhamento financeiro tem uma média de interações de 7,53 vezes a Tabela 4 e o histograma abaixo evidencia alguns dados.

Tabela 4

Quantidade de interações

Média	7,53
Mínimo	1
Máximo	31
Contagem	151

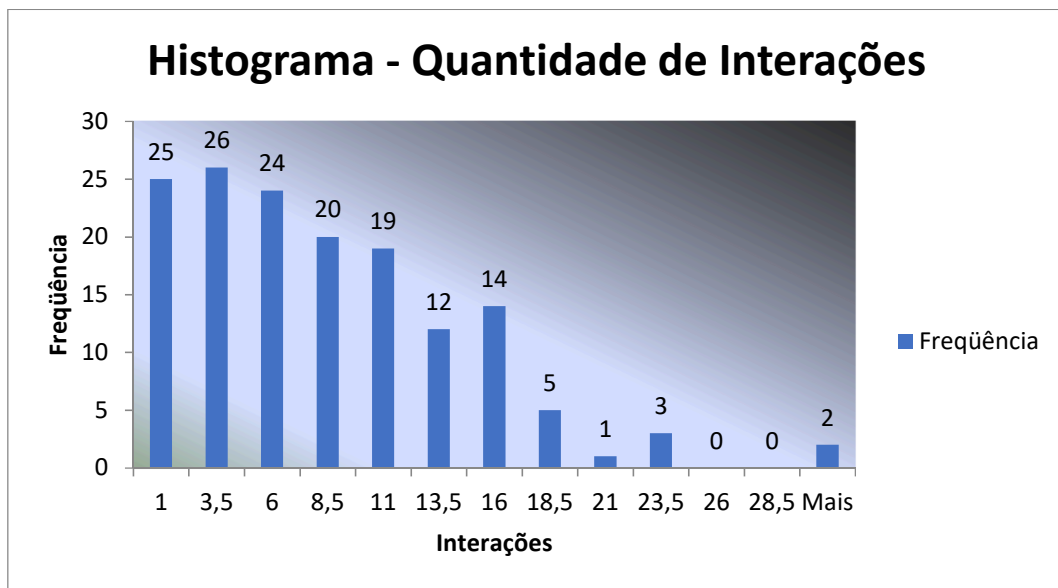


Figura 1: Histograma de quantidade de interações com a assessoria dos investidores que tiveram o aconselhamento.

3.3 Análise estatística

Para cumprir o objetivo proposto e testar as hipóteses a seguir, os dados demográficos, de renda e volume financeiro foram submetidos a análise descritiva, sendo representados por média, percentual ou por meio de *Box Plot* (Gráfico utilizado para avaliar a distribuição empírica dos dados) para ajudar a avaliar as hipóteses. Diferenças entre aconselhamento financeiro foram consideradas significativas de acordo com o teste qui-quadrado (*Chi-squared test*), em até 5% de probabilidade de erro. O teste de Tukey ($p \leq 0,05$) foi aplicado para comparar as diferenças de média entre os tipos de investidores quanto à tolerância a risco.

A correlação de Spearman (não paramétrica) foi aplicada para renda e volume financeiro *versus* características das carteiras. Todas as análises foram realizadas utilizando-se o *software* estatístico R[®] (R CORE TEAM, 2018).

Definidos os modelos a serem utilizados o estudo testa objetivamente as seguintes hipóteses:

a) Aconselhamento financeiro

- **H_{0a}:** Não há diferenças significativas entre as carteiras de indivíduos que recebem e as dos que não recebem o aconselhamento financeiro.
- **H_{1a}:** Indivíduos que recebem o aconselhamento financeiro possuem em média maior percentual de diversificação de carteira, de acordo com os critérios estabelecidos pela instituição.

Esta hipótese visa contribuir para a literatura, uma vez que os estudos de Hackethal et al. (2012), Kramer (2012) e Rabbani, Grable, Woodyard e Yao (2018) tiram diferentes conclusões a respeito da influência do aconselhamento financeiro na diversificação de carteiras, conforme mencionado.

b) Tolerância a riscos.

- **H_{0b}:** Não há diferenças significativas nos perfis de investidor em relação à diversificação de carteiras em diferentes classes de ativos.
- **H_{1b}:** Investidores com perfis mais propensos ao risco em média têm carteiras mais diversificadas em diferentes classes do que os investidores com perfis mais avessos ao risco.

De acordo com Kuzniak, Rabbani, Heo, Ruiz-Menjivar e Grable (2015), o nível de tolerância a risco tem influência na formação de carteiras, sejam elas mais arrojadas ou conservadoras. No estudo em questão, foram aplicados questionários diversos para aferir uma escala de riscos e com base nos resultados foi identificado que os indivíduos mais conservadores tentem tomar decisões repetitivas sem muita diversificação evitando assim incluir investimentos de renda variável, já os mais arrojados incluem diferentes tipos de decisões e por esse motivo arriscam mais em ativos de classes diferentes. Logo, avaliar a diversificação em função do nível de risco pode trazer contribuições de aplicação prática para o assessor e investidor na formulação de carteiras.

c) Volume financeiro

- **H_{0c}:** Indivíduos com maior volume investido em média não apresentam diferenças na diversificação comparado aos com menor volume investido.
- **H_{1c}:** Indivíduos com maior volume investido em média apresentam carteiras mais diversificadas.

O volume financeiro tem grande relevância na escolha dos ativos, de acordo com as conclusões de Kuzniak et al. (2015) e Wang e Hanna (2007). Esta hipótese procura averiguar se investidores mais ricos têm maior tendência a diversificar suas carteiras.

4 Resultados

A Tabela 5 abaixo relaciona os dados demográficos com os perfis de investidor e se ele tem aconselhamento financeiro (Acon) ou não tem aconselhamento financeiro (S/Acon).

Tabela 5
Dados demográficos por tipo de investidor (n = 308)

	Conservador		Moderado		Balanceado		Arrojado		Agressivo		Total
	Acon	S/Acon	Acon	S/Acon	Acon	S/Acon	Acon	S/Acon	Acon	S/Acon	
Formação superior (%)	81.8	71.0	74.3	54.6	86.5	81.8	80.0	71.4	75.0	100.0	76.0
Estado civil (% de casados)	56.1	46.8	62.9	45.5	43.2	27.3	70.0	42.9	75.0	0.0	50.0
Genero (% de masculino)	68.2	49.2	65.7	63.6	70.3	81.8	90.0	71.4	75.0	66.7	61.7
Idade (anos)	56.0	60.9	60.4	50.6	58.9	50.4	59.4	56.7	61.8	59.3	58.7

É possível observar que as características da amostra apresentam poucas diferenças quando observados os números com e sem aconselhamento, bem como dentro dos perfis de investidor, isso pode demonstrar que esses dados demográficos tem pouca relação com o perfil do investidor e com este receber ou não aconselhamento.

Tabela 6
Dados demográficos em função do aconselhamento financeiro (n = 308)

Variáveis	C/Aconselhamento	S/Aconselhamento	Total	Chisq
Formação superior (%)	80.92	71.15	75.97	4.0243*
Estado civil (% de casados)	55.92	44.23	50.00	4.1907*
Sexo (% de masculino)	69.74	53.85	61.69	8.2235**
Idade (anos)	58.08	59.22	58.66	0.43788 ^{ns}

**significativo em até 1%; *significativo em até 5%; ^{ns}Não significativo.

A Tabela 6 relaciona os dados demográficos dos investidores com e sem aconselhamento financeiro, é possível observar a idade não apresenta significância, porem as demais variáveis apresentam diferenças. Sendo assim homens casados com formação superior, tem em média mais interações com o aconselhamento financeiro.

Tabela 7
Dados demográficos por tipo de investidor (n = 308)

Variáveis	Conservador	Moderado	Balanceado	Arrojado	Agressivo
Formação superior (%)	76.40 ^a	64.45 ^a	84.15 ^a	75.70 ^a	87.50 ^a
Estado civil (% de casados)	51.45 ^a	54.20 ^a	35.25 ^a	56.45 ^a	37.50 ^a
Sexo (% de masculino)	58.70 ^a	64.65 ^a	76.05 ^a	80.70 ^a	70.85 ^a
Idade (anos)	58.45 ^a	55.50 ^a	54.65 ^a	58.05 ^a	60.55 ^a

Médias seguidas de mesma letra na linha não diferem entre si pelo teste de Tukey em até 5% de probabilidade de erro.

A Tabela 7 acima, relaciona os dados demográficos com a tolerância a risco dos investidores, de acordo com o teste Tukey, todas as médias não diferem entre si. Ou seja, todos os investidores têm dados demográficos semelhantes independentemente de sua tolerância a risco.

Tukey: Este teste é utilizado para comparar duas ou mais médias, por exemplo (média1, média2, média3 e média4). Observe a média1 A e média2 A – isso indica que as duas médias não diferem entre si pois são seguidas da mesma letra. Média1 A, média2 A, média3 AB, média4 B – neste exemplo a média3 AB indica que ela não difere da média4 B e das médias 1 e 2 A

Tabela 8
Diversificação das carteiras em função do aconselhamento financeiro

	C/Aconselhamento	S/Aconselhamento	Total	Chisq
Fundo DI	30.80	29.69	30.24	0.066 ^{ns}
Ações	2.68	2.48	2.58	0.021 ^{ns}
Fundo de ações	2.97	0.77	1.86	11.768 ^{***}
CDB/RDB PÓS	11.73	19.73	15.78	4.630 [*]
LCI/LCA	8.36	3.26	5.78	6.933 ^{**}
RF Pré	1.28	1.67	1.48	0.233 ^{ns}
Fundo RF	14.05	19.68	16.90	2.772 ^{ns}
Fundo Multimercado	13.41	6.09	9.70	12.067 ^{***}
Poupança	0.93	11.95	6.51	31.961 ^{***}
//FII	1.81	1.43	1.62	0.134 ^{ns}
COE	2.92	0.23	1.56	32.483 ^{***}
Inflação	9.08	3.01	6.01	15.098 ^{***}

***significativo em até 0,1%; **significativo em até 1%; *significativo em até 5%; ^{ns}Não significativo.

A Tabela 8 demonstra os resultados do comparativo de médias da diversificação de carteiras em função do aconselhamento financeiro. Os clientes com aconselhamento em média investem em produtos com maior probabilidade de oscilação e com maior potencial de retorno. Vide os investimentos com maiores oscilações: Fundo de ações (11.768^{***}), Fundo Multimercado (12.067^{***}), Inflação (15.098^{***}) e COE (32.483^{***}). Dada a complexidade deste produto (COE), é pouco provável que um investidor, por conta própria, o inclua na carteira.

Todavia, os investidores sem aconselhamento em média têm maior concentração em produtos com menor probabilidade de retorno. Vide ativos de baixo risco: CDB/RDB PÓS (4.630*), Poupança (31.961***). Percebe-se que o valor alocado para poupança para clientes sem contato com a assessoria é muito maior se considerarmos o volume patrimonial dos clientes sem aconselhamento estamos falando de um valor médio aplicado em poupança de 23 milhões. Apesar de este ser um investimento conservador, os valores em LCI/LCA (6.933**) para os clientes sem contato são menores mesmo com o benefício de isenção de imposto de renda, por se tratar de um investimento com carência e sem resgate antecipado.

Tabela 9

Diversificação das carteiras em função da tolerância a risco

	Conservador			Moderado			Balanceado			Arrojado			Agressivo		
	Méd ia	LC L	U CL	Médi a	LC L	UC L	Méd ia	LC L	UC L	Médi a	LC L	UC L	Méd ia	LC L	UC L
Fundo DI	38.3 2 ^a	33. 15	43. 8	23.1 8ab	15. 1	33. 8	14.9 1b	8.6 7	24. 4	12.2 1ab	4.3 4	29. 9	6.14 ab	0.6	41. 4
Ações	0.25 c	0.0 6	0.1	1.39 bc	0.4 1	4.5 3	4.74 b	2.5 2	8.7 4	5.7b	2.1 6	14. 22	51.2 1a	33. 61	68. 51
Fundo de ações	0.03 d	5E- 05	0.2 7	2.1c	1.2 3	3.5 7	5.16 b	3.7	7.1 5	11.3 8a	7.8 8	16. 16	3.87 abc	1.4	10. 24
CDB/RDB PÓS	22.7 a	18. 2	27. 9	6.86 b	2.8 3	15. 7	3.82 b	1.1 8	11. 6	2.68a b	0.2 5	23. 2	0.37 ab	2E- 07	98. 6
LCI/LCA	4.03 b	2.4	6.6 8	13.8a	7.9 4	22. 91	7.04 ab	3.2 4	14. 63	2.41a b	0.2 5	19. 58	0.0a b	0.0	100
RF Pre	0.08 b	9E- 05	0.7 9	1.87a b	0.7 1	4.8 4	5.95 a	3.5 2	9.8 8	4.01a	1.3 5	11. 29	0.0a b	0.0	100
Fundo RF	20.3 6a	16. 3	25. 1	14.8a	8.5 3	24. 5	12.2 a	6.7	21. 2	4.17a	0.7	21. 1	0.0a	0.0	100
Fundo Multimercado	2.55 b	1.5 1	4.2 6	14.9 8a	9.8 4	22. 13	21.0 5a	15	28. 66	32.8a	21. 2	47. 02	35.2 2a	17. 9	57. 61
Poupança	9.2a	6.2 9	13. 3	2.88a	0.6 9	11. 18	1.18 a	0.1 3	9.6 7	4.04a	0.5 6	24. 11	0.01 a	0.0	100
FII	0.57 a	0.1 2	2.5 9	0.66a	0.0 4	10. 74	4.84 a	1.7 1	12. 91	7.5a	1.8 4	25. 98	0.0a	0.0	100
COE	0.17 b	0.0 5	0.5 1	3.34a	2.0 2	5.4 6	4.73 a	3.1 4	7.0 6	3.95a	1.8 5	8.2 3	0.0a b	0.0	100
Inflação	1.74 b	0.9 1	3.3	14.1 5a	9.1 4	21. 4	14.3 8a	9.3 7	21. 4	9.14a	3.6	21. 3	3.18 ab	0.2 6	29. 4

LCL = Limite de Confiança (0,95) inferior; UCL = Limite de Confiança (0,95) superior. Médias seguidas de mesma letra na linha não diferem entre si pelo teste de Tukey em até 5% de probabilidade de erro.

A Tabela 9 mostra a diversificação de carteiras em função da tolerância a risco, dado os perfis de investidores indicados pela instituição, em sua grande maioria conservadores e moderados, o que corresponde ao cenário brasileiro. Como os números de repetições da amostra diferem entre si e a quantidade de clientes de perfil agressivo representa uma minoria na

amostra (n=9), o erro padrão foi alto. A tabela demonstra o ULC (*Upper Control Limit*) e o LCL (*Lower Control Limit*) com intervalo de confiança de 95%.

Os perfis balanceado e arrojado apresentam maiores intervalos em relação à média, o que indica que eles têm maior potencial para aplicar em investimentos de diferentes classes, assim evitando a concentração em apenas um ativo.

Além disso, e acordo com o teste de Tukey, as médias que não diferem entre si nos ativos observados estão seguidas da mesma letra, por exemplo: fundo multimercado — Média: ***conservador 2.55b; moderado 14.98a; balanceado 21.05a; arrojado 32.8a; e agressivo 35.22a***. Isso indica que as médias seguidas da letra “a” não diferem entre si, mostrando um comportamento semelhante dos investidores em relação ao ativo alocado na carteira.

Apresentam semelhança os investidores nos perfis moderado, balanceado e arrojado. Os três, por sua vez, têm um comportamento semelhante na escolha de seus ativos, e suas médias, em linhas gerais, diferem do investidor conservador, e têm pouca semelhança com o investidor agressivo. Vale ressaltar que temos uma pequena amostra de investidores agressivos, e por este motivo os resultados atrelados a essa categoria podem não representar a realidade de forma correta.

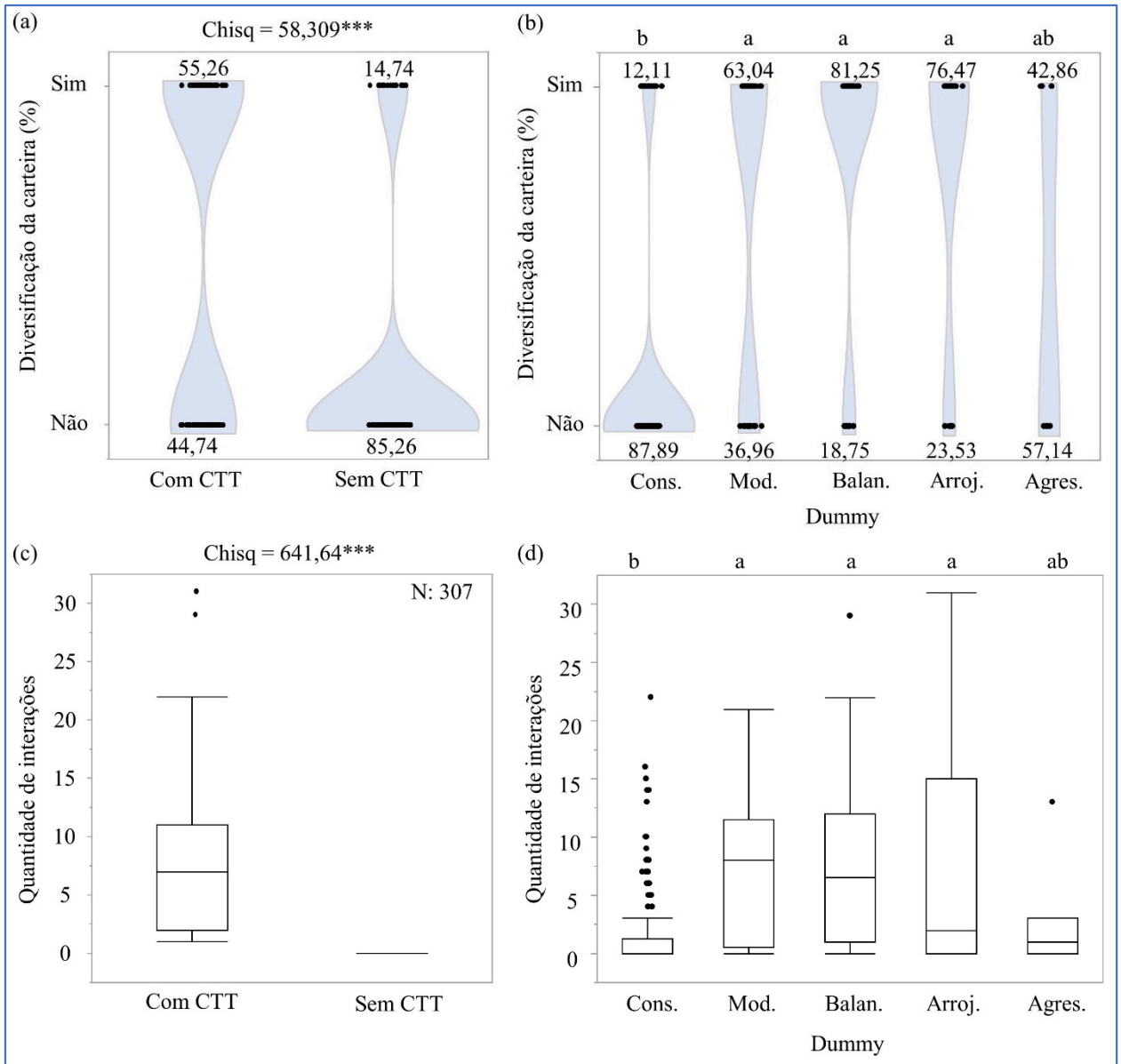


Figura 2. Diversificação da carteira e quantidade de interações em função do aconselhamento financeiro (a; c, respectivamente) e tolerância a risco (b; d, respectivamente).

A Figura 2 relaciona a diversificação e a interação com o aconselhamento financeiro com algumas variáveis observadas e mostra os seguintes resultados: o exemplo (a) indica que investidores que têm contato com a assessoria apresentam maior percentual de diversificação de suas carteiras (55,26%) contra (14,74%) dos que não têm, constituindo uma diferença de média significativa.

Já no exemplo (b) fica evidente que, em linhas gerais, os investidores de perfil conservador representam a maioria do público da amostra, que proporcionalmente há mais investidores com carteiras conservadoras não diversificadas (87,89%) e que nos perfis mais tolerantes a riscos, como o balanceado (81,25%) e o arrojado (76,47%), é possível observar maior grau de diversificação. Vale ressaltar que nos casos em que há aconselhamento

financeiro, o perfil moderado tem comportamento semelhante aos perfis balanceado e arrojado, de acordo com o teste de média.

No tocante à quantidade de interações, o exemplo (c) mostra que os clientes com assessoria têm maior quantidade de interações com a instituição de forma geral e o exemplo (d) oferece uma informação muito relevante, observando que os clientes de perfis balanceado e arrojado demandam mais contatos com a assessoria; já o investidor moderado, quando tem contato com o aconselhamento financeiro, tem comportamento semelhante ao deles. O perfil agressivo constitui uma amostra muito pequena ($n=7$) e por este motivo destoa em todos os tópicos observados. Os investidores conservadores, apesar de serem a maioria, têm poucas interações e aconselhamento financeiro, e talvez por esse motivo seja este o perfil que apresenta carteiras com maiores concentrações de ativos com baixo risco e com pouca diversificação.

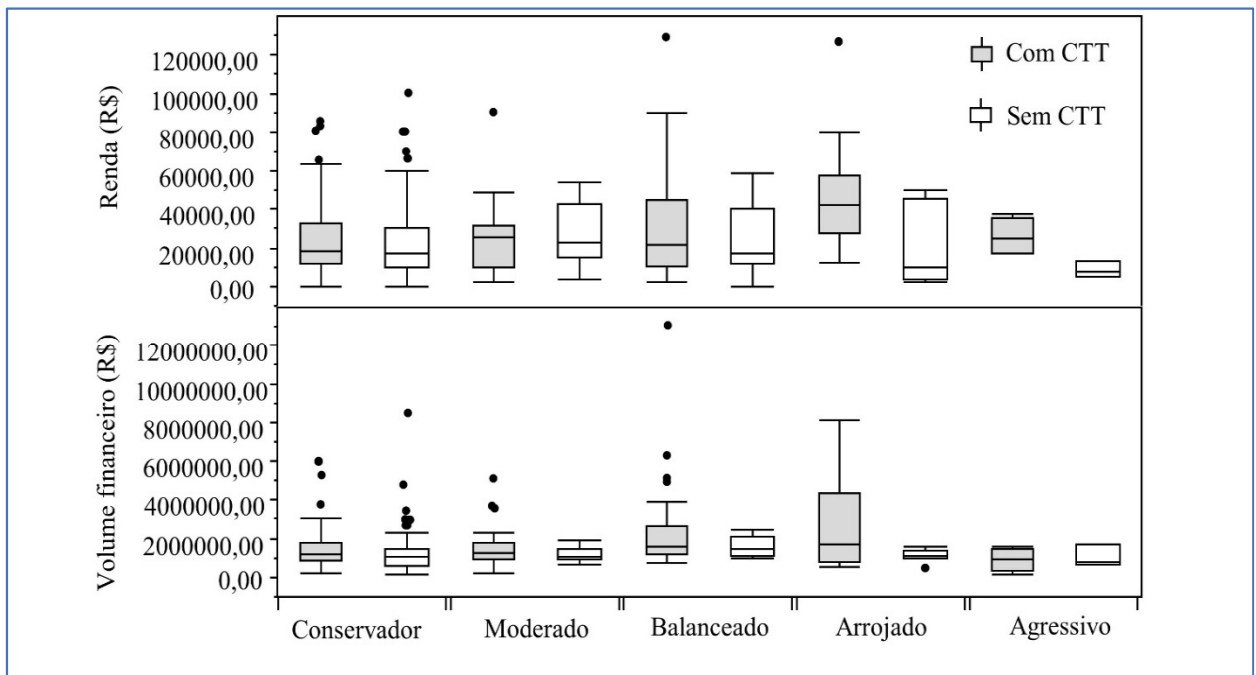


Figura 3. Renda e Volume financeiro por tipo de investidor ($n = 308$).

A Figura 3 demonstra a renda e o volume financeiro em função do perfil de investidor, com e sem contato com a assessoria. Os investidores com ativos mais arriscados nos perfis balanceado e arrojado têm maiores rendas mensais e maiores volumes financeiros; sobretudo, o investidor do perfil balanceado aparece com destaque nas maiores rendas e nos maiores volumes conforme a figura anterior, e ele também apresenta carteiras mais diversificadas e mais interações com a assessoria financeira.

Variável	vs Variável	Spearman ρ	Prob> ρ	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	0	0,2	0,4	0,6	0,8
Renda	Fundo DI	0,1677	0,0032*									
	Ações	0,0193	0,7365									
	Fundo de ações	0,0953	0,0951									
	CDB/RDB POS	-0,0279	0,6251									
	LCI/LCA	0,0209	0,7148									
	RF Pre	0,0773	0,1758									
	Fundo RF	-0,0464	0,4167									
	Fundo Multimercado	0,0574	0,3155									
	Poupança	-0,0879	0,1236									
	FII	0,1043	0,0676									
	COE	0,0608	0,2871									
	Inflação	0,0518	0,3654									
Volume Financeiro	Fundo DI	0,0774	0,1756									
	Ações	0,0585	0,3062									
	Fundo de ações	0,1509	0,0080*									
	CDB/RDB POS	0,0248	0,6651									
	LCI/LCA	0,0783	0,1704									
	RF Pre	0,1310	0,0214*									
	Fundo RF	0,0850	0,1366									
	Fundo Multimercado	0,2258	<0,0001*									
	Poupança	-0,1159	0,0420*									
	FII	0,2487	<0,0001*									
	COE	0,2236	<0,0001*									
	Inflação	0,2273	<0,0001*									

Figura 4. Correlação de Spearman para renda e volume financeiro *versus* características das carteiras.

Na Figura 4 temos as correlações do volume de renda e do volume financeiro em relação a diversificação e classe de ativos. O fundo DI (0,0032) aparece em quase todas as carteiras independentemente do perfil, uma vez que se trata de uma alternativa de liquidez imediata necessária em qualquer planejamento e que é significativa quando observada a renda. Investimentos conservadores têm correlação negativa com a renda, ou seja, quanto maior a renda menor a aplicação em investimentos conservadores (Poupança, Fundo RF, CDB/RDB POS).

Da perspectiva do volume financeiro, as correlações tendem a ser positivas para investimentos mais arrojados, ou seja, o investidor mais rico tende a investir em fundos com maiores riscos, conforme argumentam Kuzniak et al. (2015). Note que a poupança tem correlação negativa e é significativa o bastante para impactar negativamente na diversificação de carteira.

A Tabela 10 demonstra a quantidade de ativos por classe, é possível observar que os investidores que não recebem aconselhamento financeiro, em média, tem menor distribuição em diferentes classes de ativos.

Tabela 10

Quantidade Classe de ativos

<i>com aconselhamento</i>		<i>sem aconselhamento</i>	
Média	3,83	Média	2,13
Desvio padrão	2,33	Desvio padrão	1,43
Mínimo	1	Mínimo	1
Máximo	9	Máximo	8
Soma	578	Soma	335
Contagem	151	Contagem	157

Os resultados demonstram, de forma geral, que:

- I. Indivíduos com aconselhamento financeiro e com maior quantidade de interações apresentam carteiras mais diversificadas. Nesse caso, rejeita-se a hipótese H_{0a} ;
- II. O investidor com maior tolerância ao risco possui maior grau de diversificação em diferentes classes de ativos. Em outras palavras, a tolerância ao risco nos perfis moderado, balanceado e arrojado em média têm maior quantidade de interações com os assessores e maior diversificação. Nesse caso, rejeita-se a hipótese H_{0b} ;
- III. O volume financeiro apresenta correlação positiva com investimentos arrojados, que por sua vez têm maior representatividade em carteiras mais diversificadas, e apresenta correlação negativa com investimentos conservadores, indicando que, em média, indivíduos com maiores volumes são mais propensos à diversificação. Nesse caso, rejeita-se a hipótese H_{0c} .

5 Conclusão

Esta pesquisa teve como objetivo verificar se o aconselhamento financeiro tem relação positiva para formar carteiras diversificadas e se aspectos como volume financeiro e tolerância a risco apontados na literatura também são significativos para a diversificação. Com base nos resultados apresentados, concluímos que o aconselhamento financeiro tem relação na diversificação de carteira quando comparado a indivíduos sem o aconselhamento financeiro de forma remota ou presencial e que indivíduos com maiores volumes financeiros e com maior tolerância a risco tendem a ter maior grau diversificação quando comparado os dois grupos.

Em linhas gerais, o estudo indica que o aconselhamento financeiro é relevante, e tem efeitos positivos na diversificação das carteiras de investidores. sobre o aconselhamento financeiro honesto, ou seja, aconselhamento que aumenta a utilidade do investidor, não foi

possível avaliar eventuais conflitos de interesse que possibilitassem o aconselhamento financeiro enganoso.

Este estudo vai ao encontro das afirmações das pesquisas de portfólio de Kramer (2012) e Rabbani et al. (2018), indicando que o aconselhamento financeiro tem sim relevância na diversificação de carteira. De forma parcial ainda foi possível concordar com o estudo de Gaudecker (2015), clientes com aconselhamento financeiro diversificam mais, porém em nosso estudo o nível educacional não apresentou diferenças significantes; e por fim, os resultados obtidos por Hoechle, et al. (2017) divergem da conclusão deste estudo, uma vez que não foi possível identificar efeitos negativos do aconselhamento financeiro.

Dada a limitação de dados, não foi possível delinear se existe geração de valor com o aconselhamento financeiro remoto. Além disso, a amostra contou com apenas 308 investidores. Apesar de ser lícito argumentar que essa amostra reflete boa parte do que de fato acontece no mercado, certamente uma amostra maior poderia trazer mais robustez aos resultados. Não tive acesso a informações sobre transações de investidores e *spread* bancário, por exemplo. Com essas informações, seria possível verificar se o aconselhamento financeiro tem algum tipo de conflito de interesse, ou seja, se há direcionamento para produtos com maior retorno para o banco ou mesmo incentivo a que o investidor aumente o número de transações. Não foi possível aferir os custos de informações ou os aspectos comportamentais nas decisões sobre investimentos.

Para pesquisas futuras os seguintes temas podem ser abordados: o aconselhamento financeiro diminui o número de decisões enviesadas?; os custos para o investidor aumentam quando ele segue as recomendações de um assessor?; é possível delinear uma medida de caráter nas recomendações?

Referências

- Abed, R., John, E. G., Ann, W., & Zheyang, Y. (2018). Describing investor profiles: A test of the associations among financial knowledge, confidence, and help and information sources. *Financial Services Review*, 27, 209-230.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001, Feb.). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Byrnes, J. P., Miller, D. C., & Schafer, W. D. (1999). Gender differences in risk taking: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 125(3), 367-383.
- Campbell, J. Y. (2006). "Household finance", in: *Journal of Finance*, 61(4), 1553-1604.
- Chang, M. L. (2005). With a little help from my friends (and my financial planner). *Social Forces*, 83, 1469-1498. <https://doi.org/10.1353/sof.2005.0061>
- Christoffersen, P., Errunza, V., Jacobs, K., & Langlois, H. (2012). Is the potential for international diversification disappearing? A dynamic copula approach. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3711-3751. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs104>
- Cooper, W. W., Kingyens, A. T., & Paradi, J. C. (2014). Two-stage financial risk tolerance assessment using data envelopment analysis. *European Journal of Operational Research*, 233, 273-280.
- Gaudecker, H. M. von (2015). How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice? *Journal of Finance*, 70, 489-507.
- Gibson, R. C. (2000). *Asset allocation: Balancing financial risk* (3rd ed.). New York, NY: McGraw-Hill.
- Giannini, T. C. (2018). Características dos investidores e alocação em ações: Evidência com um banco de dados de uma consultoria de investimentos/ Thiago Coupey Giannini 2018. Dissertação (mestrado) – FGV, Escola de pós graduação em economia.
- Grable, J. E., & Joo, S. H. (1999). Financial help-seeking behavior: Theory and implications. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 10, 14-25. Recuperado de <https://search.proquest.com/docview/135587007>
- Grable, J. E., & Joo, S. H. (2001). A further examination of financial help-seeking behavior. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 12, 55-73. Recuperado de <https://search.proquest.com/docview/1364688790>
- Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters? *Journal of Banking and Finance*, 36, 509-524.
- Hoechle, D., Ruenzi, S., Schaub, N., & Schmid, M. (2017). The impact of financial advice on trade performance and behavioral biases. *Review of Finance*, 871-910. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw032>

- Hung, A., & Yoong, J. (2010). Asking for help: Survey and experimental evidence on financial advice and behavior change. *RAND Working Paper Series*, WR-714-1. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1532993
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kramer, M. M. (2012). Financial advice and individual investor portfolio performance. *Financial Management*, 41, 395-428.
- Krausz, M., & Paroush, J. (2002). "Financial advising in the presence of conflicts of interest", in: *Journal of Economics and Business*, 54(1), 55-71.
- Kuzniak, S., Rabbani, A., Heo, W., Ruiz-Menjivar, J., & Grable, J. (2015). The Grable and Lytton risk-tolerance scale: A 15-year retrospective. *Financial Services Review*, 24, 177-192.
- Kwon, J. (2004). Clustering users of multiple sources of information for saving and investment. *Journal of Personal Finance*, 3, 48.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Meucci, A. (2009). Managing diversification. *Risk*, 74-79.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital and prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Skintzi, V. D., & Refenes, A. P. N. (2005). Implied correlation index: A new measure of diversification. *Journal of Futures Markets*, 25(2), 171-197. <https://doi.org/10.1002/fut.20137>
- Vissing-Jorgensen, A. (2003). Towards an explanation of household portfolio choice heterogeneity: Nonfinancial income and participation cost structures. *NBER Macroeconomics Annual*, 8884, 2003.
- Wang, C., & Hanna, S. D. (2007). The risk tolerance and stock ownership of business owning households. *Financial Counseling and Planning*, 18, 3-18.