



331

A primeira impressão é a que fica? O efeito halo na recomendação de compra de ações da Volpi & Co

Doutor/Ph.D. Ana Claudia Afra Neitzke¹, [Doutor/Ph.D. Antonio Nadson Masarenhas Souza ORCID iD²](#),
Doutor/Ph.D. Alison Martins Meurer [ORCID iD²](#)

¹Universidade Estadual de Ponta Grossa - UEPG, Ponta Grossa, Paraná/PR, Brazil. ²Universidade Federal do Paraná - UFPR, Curitiba, Paraná/PR, Brazil

Doutor/Ph.D. Ana Claudia Afra Neitzke

Programa de Pós-Graduação/Course

Curso de Ciências Contábeis

Doutor/Ph.D. Antonio Nadson Masarenhas Souza

[0000-0001-7880-7531](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGCONT-UFPR)

Doutor/Ph.D. Alison Martins Meurer

[0000-0002-3704-933X](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGCONT-UFPR)

Resumo/Abstract

O objetivo geral do caso se estende no estudo da alteração do comportamento de investimento de João Pedro. Essa é uma situação complexa, que tem sua ocorrência em ambiente controlado, a teleconferência de resultados da Volpi & Co, e que se desenvolve nas interações entre ele e Nori de Lucas. É esperado que tais atores adotem processos assertivos para tomada de decisão, o que não ocorre. João Pedro toma a decisão de investir em maior volume de ações em razão da associação direta que estabelece entre o impacto provocado por Nori de Lucas na conferência da Volpi e sua capacidade de recomendar investimentos em ações rentáveis. Em outros termos, ele desconsidera as análises que comumente faria antes de aceitar recomendações de ações, por acreditar que um analista de mercado como Nori não o faria se tais papéis alcançassem resultados inferiores aos reportados por papéis semelhantes no mercado. A complexidade do caso retesa na impossibilidade de previsão do comportamento dos participantes da conferência da Volpi, como também de explicação da escolha de alteração do perfil de risco do fundo de investimento administrado por João Pedro. Sendo assim, a classe terá que se empenhar no desenvolvimento de argumentos com suporte de evidência para descrever a possível influência do efeito halo no comportamento de investimento de João Pedro. A qualidade das contribuições de cada estudante determinará o aprendizado da classe sobre as variáveis dispostas no caso.

Modalidade/Type

Casos de Ensino / Teaching Cases

Área Temática/Research Area

Controladoria e Contabilidade Gerencial (CCG) / Management Accounting



A primeira impressão é a que fica? O efeito halo na recomendação de compra de ações da Volpi & Co

Introdução

Era um dia de outono, frio e nublado, quando os diretores da Volpi & Co anunciaram a teleconferência de resultados da companhia. O grupo estava se tornando um fenômeno do varejo, com *market share* satisfatório e ampla cobertura no Brasil. A expansão das operações da Volpi, aliada ao uso crescente de inteligência artificial no atendimento ao cliente, aumentou as expectativas de seus acionistas por resultados ascendentes, e no próximo trimestre três novas lojas seriam inauguradas. Como esperado, o anúncio afetou o preço das ações da companhia, o que atraiu a atenção de investidores institucionais. A conferência com investidores estava sendo aguardada, principalmente em razão do rápido crescimento do grupo. Os diretores da companhia sempre podiam inflamar artificialmente as expectativas do mercado. De qualquer forma, a sessão pública de perguntas e respostas era informativa, e podia gerar aprendizado. João Pedro estava entre os investidores institucionais convidados para a teleconferência da Volpi.

João Pedro não pôde deixar de notar que Nori de Lucas direcionava a atenção e o tom das respostas dos diretores da Volpi na teleconferência. Ele era o analista de mercado com maior número de acertos entre os participantes daquela reunião, com um respeitável *portfólio* de clientes. A cobertura de analistas como ele era requisitada por investidores institucionais para reduzir a incerteza no julgamento, geralmente de papéis arriscados, envolvendo renda variável. Nori, em seus 55 anos de vida, acumulava 17 anos de trabalho como Chefe de *Equity Research* para a América Latina de um Banco Londrino de assessoria de investimentos. Entrementes, seu acesso aos diretores das companhias era considerável e por isso mesmo, havia maior volume de informações em seus relatórios. Ele também tinha acesso às plantas fabris e aos escritórios administrativos das companhias que cobria, que eram frequentemente visitados quando ele queria tratar de perspectivas futuras com os executivos envolvidos na produção, como os gerentes industriais e os diretores comerciais.

Em sua posição de analista *sell-side*, Nori recusava diariamente inúmeras propostas de novos clientes, segmentos de listagem inteiros faziam ofertas por sua cobertura. Nori certamente não arriscaria sua posição com análises superficiais sobre o desempenho da Volpi. E observando seu comportamento durante a conferência, João Pedro começou a consultar suas recomendações públicas de compra de ações. Com certeza seu percentual de acerto era superior ao de outros analistas, o que o surpreendeu. Pouco tempo após a teleconferência, Nori de Lucas recomendou publicamente a compra de ações da Volpi & Co; e se ele o fez, considerou João, sua opinião devia ser de que a companhia teria resultados positivos nos próximos anos. Curiosamente, os preços das ações da Volpi aumentaram significativamente no dia da teleconferência de resultados da companhia e ainda mais após a recomendação de compra de Nori.

Os preços das ações da Volpi

Ainda existia demanda por informações da Volpi & Co. Por mais que o cenário parecesse favorável ao investimento em ações da companhia, algumas perguntas deixaram de ser feitas aos diretores da Volpi. Entre elas, a consistência e a recorrência



dos resultados reportados. Com a inauguração de novas lojas, provavelmente a companhia teria seus resultados reduzidos, até que o investimento fosse recuperado, e os diretores não forneceram respostas detalhadas sobre o crescimento da Volpi. Mesmo João Pedro somente considerou o ponto muito tempo após sua participação na teleconferência de resultados da companhia. Se inexistiam estratégias, os fundamentos da Volpi poderiam assomar fragilidades e o preço das ações cairia com o tempo, o que não parecia importar. Também não sabiam se o lucro era suportado pelo caixa e se não fosse, os resultados efetivos das ações seriam postergados. Ainda assim, Nori de Lucas, havia recomendado publicamente a compra de ações da companhia. Graças ao seu relatório, o comportamento das ações da Volpi estava se mostrando anormal em relação ao que ocorria no mercado.

As teleconferências da Volpi raramente causavam impacto significativo no preço de suas ações. Em geral, os diretores da companhia relatavam eventos que podiam provocar alterações significativas nos preços e aproveitavam tais chamadas para documentar anúncios de resultados aos investidores e credores existentes da Volpi. Nunca antes o mercado reagiu da forma como estava no momento. Era provável que o efeito houvesse sido provocado pela participação de Nori e pelos eventos desencadeados a partir de então. A credibilidade de Nori de Lucas emprestava algum sentido à teleconferência e, considerando-se que analistas *buy-side* usualmente acompanham as recomendações de analistas *sell-side*, ampliando seu poder de influência no mercado, existiam evidências de que aquele fenômeno se reproduzira no caso da Volpi.

O truque era acompanhar as movimentações de analistas de mercado para identificar possíveis padrões em seus relatórios. A complexidade dos relatórios parecia atrair a atenção dos investidores, ainda que as bases para as projeções de resultados não fossem claramente descritas. O movimento sinalizava a ampla recomendação de compra das ações da Volpi, o que denotava certa concordância entre os analistas sobre o desempenho da companhia. A probabilidade daquele fenômeno ocorrer parecia ínfima, em que pese o fato de que poucos analistas *sell-side* participarem das teleconferências da Volpi. Ainda mais estranho seria considerar a possibilidade de que outros analistas de mercado pudessem imitar a previsão de lucros de Nori de Lucas. João Pedro passou a considerar que em se tratando de um analista assertivo, não existiam motivos para preocupação e que mais provavelmente, aquele movimento apenas corroborava com a posição do próprio Nori.

João Pedro era responsável por um fundo aberto que acumulava R\$ 80 milhões em investimentos. A movimentação provocada por Nori de Lucas, associada ao fato de que um lote de ações da Volpi estava sendo disputado por dois grandes investidores de capital, o convenceu a investir R\$ 1 milhão em ações preferenciais da companhia. Além disso, Nori raramente revisava suas previsões após um anúncio de lucros. O acesso aos diretores das companhias contribuía para formação de seu relatório e certamente para a recomendação de ações. De modo que, as suas projeções raramente divergiam dos resultados divulgados pelas companhias ao mercado. Por outro lado, nem sempre as ações que recomendava eram suportadas por fluxos de caixa operacionais. Isso reduzia a liquidez dos papéis e, conseqüentemente, atrasava o recebimento de dividendos.

Ainda que nem todos os determinantes das recomendações de Nori fossem conhecidos, ele passou a receber cada vez mais ofertas no mercado. A mais recente havia sido feita por João Pedro.



O comportamento de investimento de João Pedro

Eram sete horas da manhã quando João Pedro se reuniu com Nori de Lucas em seu escritório, em São Paulo. Com alguma sorte, Nori aceitaria recomendar os investimentos em ações do fundo administrado por João Pedro, que depois da conferência da Volpi, desejava ampliar seu percentual de aplicações em renda variável. Isso era curioso, já que João Pedro mantinha um percentual fixo de investimento em ações e raramente alterava os analistas que as recomendavam. Nori estava interessado no fundo de investimentos administrado por João Pedro, quem sabe, já há algum tempo, e fez uma robusta apresentação de suas muitas qualificações, de seu conhecimento sobre os diferentes segmentos de mercado da bolsa brasileira, sem deixar de listar alguns de seus principais clientes. Estava claro que Nori de Lucas havia feito a cobertura de grandes companhias e que exercia considerável influência no mercado.

A reunião fora privada e transcorreu por quase três horas, sem interrupções, tendo sido concluída com um acordo. Ela acabou sem que Nori detalhasse o processo de análise das companhias que cobria. Todavia, haveria a possibilidade de perguntas futuras, e no momento o que importava era que seu fundo passou a fazer parte do *portfólio* de Nori.

O acordo firmado parecia uma relação do tipo “ganha-ganha”. De um lado, o sexto maior banco de investimentos do mundo, com o setor de assessoria liderado por Nori de Lucas com seus vastos anos de experiência profissional e seu prestígio indiscutível. Do outro, João Pedro, com oito anos de experiência em administração de fundos, sendo dois anos administrando o fundo atual. Este acordo representava um grande passo para a

carreira de João Pedro, pois estreitar relações com Nori e buscar novas fontes informacionais para a estratégia de diversificação de carteira de seu fundo certamente traria um apelo comercial e de credibilidade notável junto aos atuais e futuros cotistas. Por certo, João Pedro sabia que para se destacar no mercado e obter resultados que o

diferenciasse dos demais administradores de fundos necessitaria de uma pitada de coragem e arrojo e que talvez esse era o momento. Seu fundo era composto considerando elementos como risco e retorno esperado. Ações representavam cerca de um quinto do valor alocado pelo fundo, a título de comparação, os títulos públicos ocupavam cerca da metade do portfólio de investimentos e era nesse ponto que Nori de Lucas queria ousar. João Pedro ajustou a carteira de investimentos do fundo alterando o perfil deste de moderado para agressivo com três quintos aportados em renda variável, em especial, em ações. Era a primeira vez em sua carreira que arriscava a montagem de um portfólio sem priorizar o risco mínimo aceitável, alocando valores mais elevados em ações, sendo a Volpi o ativo a receber maior atenção neste novo cenário. Ainda assim, João Pedro estava sendo orientado por análises confiáveis que incluíam estrutura de capital, mercados de produtos, cadeias de suprimentos e por um movimento de mercado que indicava um cenário otimista. Ele continuou planejamento a composição de sua carteira certo de que, se algo estivesse errado, Nori de Lucas o alertaria, ou assim acreditava. O aprendizado de mercado de João Pedro o fazia ser conservador em seus investimentos; de modo que o que ele estava tentando praticar sob recomendação de Nori fugia às suas próprias regras.

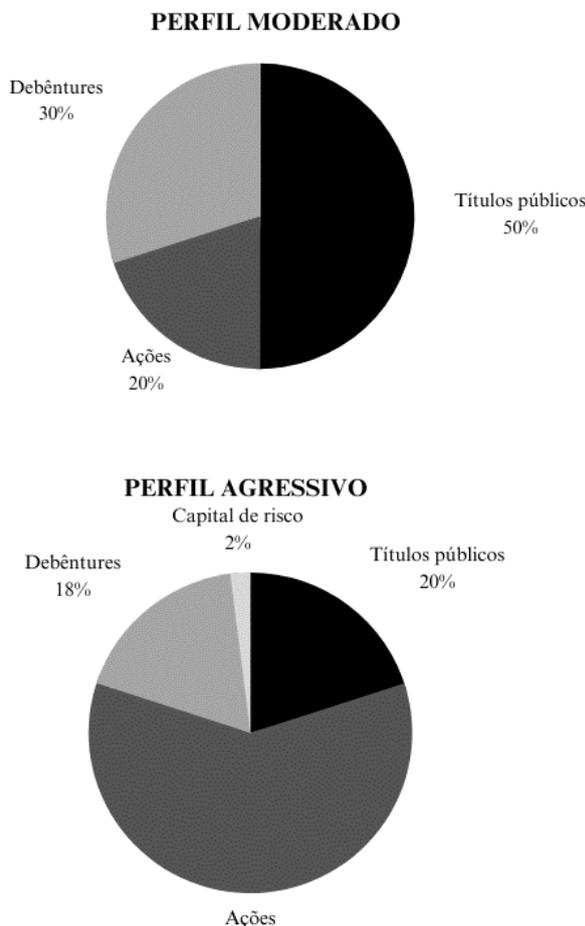
Nori passou a direcionar os investimentos do fundo em renda variável naquele mesmo semestre. A outra parte dos recursos do fundo era destinada para renda fixa e o restante, cerca de 2% de seu valor, para investimentos em capital de risco. João Pedro fazia muitas perguntas para Nori e recebia respostas detalhadas no processo. Para João, os investimentos em ações apenas eram pertinentes quando acompanhados por fluxos de caixa operacionais positivos. Isso havia assegurado o retorno esperado por cotistas do



fundo e garantido seu crescimento ao longo do tempo. Também era importante que o

Figura 1

Mudança do perfil do fundo de investimento



Fonte: Elaborado pelos autores.

papéis semelhantes. Nori usava sua credibilidade no mercado para cobrir companhias arriscadas, recomendando a compra de suas ações. Isso impulsionava a compra daqueles papéis, aumentava a recomendação de ações por analistas *buy-side*, e o volume de negociações no mercado.

O efeito produzido ocasionava variações anormais nos preços das ações das companhias, sugestionando o interesse de investidores, quando nada existia. O mercado, sem todas as informações necessárias, e como se entidade fosse, não estava interessado naqueles papéis em especial, somente parecia prudente acompanhar o movimento de investidores institucionais. Nori de Lucas também conhecia alguns dos membros do conselho das companhias de seu *portfólio*, insuflando em seus clientes a crença de que possuíam informações adicionais, que os colocavam em melhor posição de escolha.

A primeira impressão que Nori causava geralmente permanecia e nem por um segundo João Pedro desconfiou de seu comportamento. Apenas quando a própria existência de seu fundo foi ameaçada que notou os erros de julgamento que cometera, o que não explicava o fato de que havia escolhido ações recomendadas por Nori de Lucas em detrimento de papéis mais rentáveis, ainda que sem a cobertura de analistas *sell-side*, ou que tivesse aumentado consideravelmente o nível de risco de seus investimentos em

nível de risco não fosse elevado para além das expectativas dos investidores, ainda que algum grau de incerteza sempre existisse. Nori e João Pedro se reuniam com relativa frequência. Nori era rápido em resolver problemas e conhecia os planos futuros das companhias que recomendava, conseguindo projetar resultados num horizonte temporal de médio prazo. Também oferecia suporte adicional sempre que solicitado.

O mais estranho era que João Pedro não havia notado os ganhos de Nori com a cobertura de empresas em ambiente incerto.

Erro de julgamento

João Pedro foi levado a acreditar que conhecia a estratégia das empresas nas quais seu fundo estava investindo e nem mesmo percebeu que seu comportamento de investimento estava sendo alterado. A cega confiança em Nori fez com que ele aumentasse o nível de investimento em risco, em ações que nem mesmo tinham um desempenho superior ao de



pouco tempo. Confiava a Nori as escolhas que jamais faria em qualquer contexto. João Pedro costumava usar as teleconferências como fonte de informação, observando as interações entre seus participantes e, principalmente, as respostas conferidas pelos diretores às perguntas realizadas. Parecia que a informação era a melhor resposta para a incerteza dos mercados e, por certo, era essa postura que João percebia que deveria voltar a adotar. Ainda assim, o cenário atual parecia lhe trazer uma lição e o posicionou perante a um dilema: *como evitar o viés da primeira impressão ocasionada por analistas de mercado na escolha de opções de investimento em ações?*

Referências das fontes de dados do caso

- Kirk, M. (2011). Research for sale: determinants and consequences of paid-for analyst research. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 182-200.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.11.002>
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Twedt, B., & Rees, L. (2012). Reading between the lines: an empirical examination of qualitative attributes of financial analysts' reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.10.010>
- Zhang, R. X. (2023). Do managers learn from institutional investors through direct interaction? *Journal of Financial Economics*, 75(2-3), 101554.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101554>

Notas de Ensino

Resumo

O objetivo geral do caso se estende no estudo da alteração do comportamento de investimento de João Pedro. Essa é uma situação complexa, que tem sua ocorrência em ambiente controlado, a teleconferência de resultados da Volpi & Co, e que se desenvolve nas interações entre ele e Nori de Lucas. É esperado que tais atores adotem processos assertivos para tomada de decisão, o que não ocorre. João Pedro toma a decisão de investir em maior volume de ações em razão da associação direta que estabelece entre o impacto provocado por Nori de Lucas na conferência da Volpi e sua capacidade de recomendar investimentos em ações rentáveis. Em outros termos, ele desconsidera as análises que comumente faria antes de aceitar recomendações de ações, por acreditar que um analista de mercado como Nori não o faria se tais papéis alcançassem resultados inferiores aos reportados por papéis semelhantes no mercado. A complexidade do caso retesa na impossibilidade de previsão do comportamento dos participantes da conferência da Volpi, como também de explicação da escolha de alteração do perfil de risco do fundo de investimento administrado por João Pedro. Sendo assim, a classe terá que se empenhar no desenvolvimento de argumentos com suporte de evidência para descrever a possível influência do efeito halo no comportamento de investimento de João Pedro. A qualidade das contribuições de cada estudante determinará o aprendizado da classe sobre as variáveis dispostas no caso.

Palavras-chave: Investidores institucionais. Analistas de mercado. Processo de julgamento e escolha.



Fontes de dados

O dilema foi originado de notícias de investimentos envolvendo a varejista Americanas S.A. Encontrar variáveis que pudessem ser estudadas em sala de aula foi o passo imediatamente seguinte. Evidências na literatura apontaram para a interação entre analistas e investidores institucionais em teleconferências de resultados, o que originou a situação-problema envolvendo a Volpi & Co, que foi criada com o propósito de ambientar o contato entre Nori de Lucas e João Pedro. Considerou-se a possibilidade de analistas de mercado perscrutarem seus próprios interesses ao recomendar publicamente a compra de ações, o que foi combinado com a emissão de seus relatórios para grupos específicos, como o de investidores institucionais. O conflito instiga o estudo das possíveis causas da alteração do perfil de risco do fundo de investimento administrado por João Pedro. Para que o caso tivesse verossimilhança, as descrições envolvendo o comportamento de tais figuras são fundamentadas em Givoly e Lakonishok (1979) e Zhang (2023). Assim, o leitor poderá enquadrar o dilema em situações que espelhem o real concreto, ainda que o caso não tenha sido derivado dele. Por fim, o efeito halo foi a melhor resposta para o erro de julgamento cometido por João Pedro.

Objetivos educacionais

O caso permite o estudo das interações entre analistas *sell-side* e investidores institucionais em situação de julgamento de opções de investimento em ações. De modo que, em sala de aula poderão ser ensinados os fatores determinantes da emissão de recomendações públicas de compra de ações por analistas de mercado (Kirk, 2011), as diferenças na cobertura de analistas *sell-side* e *buy-side*, e a possibilidade de aprendizado em teleconferências (Zhang, 2023). Além disso, o professor terá a oportunidade de explicar a influência do efeito halo no comportamento de investimento de investidores institucionais, de quem se espera um elevado nível de acerto na tomada de decisão. É esperado que a classe tenha suporte de evidência para resolver o dilema, o que envolve o exame da literatura e a compreensão das interações entre investidores e analistas de mercado. Por conseguinte, os seguintes objetivos educacionais podem ser alcançados com a aplicação do caso:

1. Compreender as consequências do efeito halo no relacionamento entre analistas de mercado e investidores institucionais;
2. Analisar a influência de analistas *sell-side* nas interações entre diretores e investidores em conferências públicas de resultados;
3. Associar as possíveis consequências do efeito halo no comportamento de investimento de João Pedro; e
4. Discutir conflitos de interesses entre analistas de mercado e investidores institucionais.

O perfil do fundo de investimento administrado por João Pedro foi alterado de moderado para agressivo, sem que houvesse outra motivação, além da interação ocorrida entre ele e Nori de Lucas. A observação de tal mudança causa estranheza ao se compreender que João Pedro é um investidor institucional, que administra um fundo de



R\$ 80 milhões com disposição de informações e capacidade de processamento de dados para tomada de decisão. Mesmo assim, é levado a escolher ações em razão da recomendação pública de compra emitida por Nori. Aparentemente, o caso retrata um viés comportamental na escolha de ações, o que deve ser explorado em sala de aula. O efeito halo, processo pelo qual os julgamentos ocorrem por meio de um só elemento, é provavelmente o que melhor explica a alteração do comportamento de investimento de João Pedro, pois que a primeira impressão de Nori pareceu condicionar o julgamento de suas opções de investimento. Essa situação pode ser estabelecida a partir da leitura de Simon (1955), que trata de modelos de escolha racional em contraposição à ideia de racionalidade limitada, entre diversos outros aspectos do comportamento humano em situação escolha. Para o caso não haverá apenas uma resposta possível, existirão aquelas que melhor o resolvam a partir da literatura.

O efeito da emissão pública de recomendações de compra por analistas *sell-side* pode contribuir com o debate, visto o papel desempenhado por Nori. Esse fato provavelmente descreve a preferência por ações da Volpi & Co, sendo fundamental no acordo estabelecido entre João Pedro e Nori de Lucas. Portanto, seria oportuno considerar na literatura as informações utilizadas por investidores institucionais para tomada de decisão, o que pode ser iniciado a partir do estudo de Dyer (2021). Levando-se em consideração que administradores de fundos de investimento são investidores institucionais e que podem recorrer aos relatórios de analistas de mercado, além de dispor de informações públicas para composição de carteiras de investimento, também seria oportuno conjecturar os atributos qualitativos desses relatórios (Twedt & Rees, 2012). Durante a análise de evidências, os estudantes seriam direcionados ao estudo o erro de julgamento cometido por João Pedro, que provavelmente resultou de sua interação com Nori de Lucas, cujos interesses conflitavam com os de seu cliente. De modo que, interferia no mercado mediante a recomendação de ações de companhias capazes de atendê-los, o que poderia significar o investimento em papéis com baixa rentabilidade.

A previsão de resultados de Nori sobre a Volpi se mostrou imprecisa, dado que o desempenho das ações da companhia foi inferior ao de outras empresas em igual mercado. Isso sugere que os analistas de mercado podem ter alguma forma de remuneração com a recomendação de ações, o que no caso se sobrepuja ao acordo estabelecido entre Nori de Lucas e João Pedro. Em razão da complexidade da interação entre analistas e investidores institucionais, recomenda-se que o professor desenvolva uma aula expositiva sobre o tema, sem desconsiderar a discussão realizada por Twedt e Rees (2012), acerca de conflitos de interesse e do tom do relatório. A exposição do assunto pode ser seccionada em dimensão objetiva e subjetiva da interação com analistas de mercado. A dimensão objetiva terá ênfase em previsão de lucros e recomendação de ações, ao passo que a dimensão subjetiva irá explorar variáveis como o tom dos relatórios. A construção do pensamento a partir de dimensões contribuirá para construção da aula, pois que considera a existência de algo de concreto e de abstrato nos relatórios dos analistas. Em geral, o professor poderá melhor dispor de massa crítica se estabelecer tal divisão.

A ideia é que a aula direcione as incursões dos estudantes na literatura e que contribua para redução da variabilidade das respostas dos grupos em relação à alteração do perfil de risco do fundo de investimento administrado por João Pedro. Em adição, há a informação de que o mercado reagiu rapidamente à divulgação pública da recomendação de compra de ações da Volpi por Nori de Lucas, o que provavelmente tenha determinado a decisão de compra de ações por João Pedro. Isso é um sinal peculiar da influência de Nori sobre os investidores, já que o mercado reage lentamente às



previsões de lucros dos analistas (Givoly & Lakonishok, 1979). A Volpi também estava se tornando um fenômeno do varejo, o que em si não é consistente o bastante para aumentar o interesse público por suas ações, uma vez que claramente os resultados de sua expansão demorariam a ser refletidos nos preços de suas ações. Conseqüentemente, o relatório de Nori continua sendo a melhor explicação para a rápida reação do mercado após a teleconferência de lucros da companhia. Todos esses elementos parecem contribuir para a impressão causada em João Pedro e deverão ser analisados pela classe, que irá descobrir e selecionar as respostas que melhor descrevem o caso em tela.

É importante que os estudantes sejam informados dos objetivos educacionais, como também que o caso contribui tanto para o desenvolvimento de conhecimentos quanto para o aprimoramento de suas habilidades de pesquisa. Ademais, é relevante que existam avaliações acerca do desempenho individual durante a tarefa. Cada uma delas poderá figurar em um instrumento de avaliação, sendo que os estudantes deverão ser incentivados a alcançar o melhor desempenho esperado, dentro dos critérios estabelecidos. Entrementes, deverão ser incentivados a avaliar situações reais que tenham correspondência com o caso. Isso irá transpor o dilema para o ambiente de negócios, o que possivelmente irá aumentar o interesse e a contribuição individual nas discussões, contato que os acadêmicos se apliquem para tal. Isto posto, as questões abaixo são sugeridas para discussão em sala de aula.

Público-alvo

Sugere-se que o caso seja aplicado em cursos de graduação e pós-graduação em ciências Contábeis e Administração, nas disciplinas de Contabilidade Intermediária, Controladoria, Auditoria, Finanças Corporativas, Análise de Investimentos, Mercado Financeiro e de Capitais, Administração Financeira e Orçamentária, ou Tópicos Especiais. É recomendável que os professores avaliem a possibilidade de desenvolvimento de conhecimentos mediante o desenvolvimento da situação-problema e que considerem a possibilidade de inclusão do caso no plano de ensino da disciplina que irão ministrar nos cursos em destaque.

Questões para discussão

Considerando Simon (1955), é possível explicar a escolha de João Pedro por meio das três questões abaixo.

1. Qual é o efeito da emissão pública de recomendações de compra de ações por analistas *sell-side* no mercado?
2. Como o comportamento de João Pedro interfere na composição da carteira de seu fundo de investimento?
3. Se há a possibilidade de alteração do comportamento de investimento em função do efeito halo, como tratar a influência negativa de sua ocorrência no julgamento de opções de investimento e ações?



Sugestão de um plano de ensino

A classe irá receber instruções detalhadas acerca do mapa de desenvolvimento do caso em sala de aula, que incluem a bibliografia recomendada e as questões para discussão. É recomendável que o caso seja aplicado em turmas de cursos de especialização, e de graduação em Ciências Contábeis e em Administração, que já tenham explorado as disciplinas introdutórias da grade curricular. Não obstante, espera-se que o professor elabore os conceitos básicos do caso em aula que anteceda sua aplicação. No processo, é preciso estabelecer as competências a serem trabalhadas com a resolução do dilema. De modo geral, o conhecimento das variáveis estabelecidas ao longo do texto se mostra pertinente para profissionais que trabalham com o processamento de informações para tomada de decisão de investimento em ações. Sabendo da possibilidade de interferência do efeito halo, que essencialmente diz respeito ao efeito da primeira impressão, no comportamento de investidores institucionais, e tendo suporte de evidência, algumas estratégias poderão ser criadas para mediar a interação desses profissionais com analistas *sell-side*.

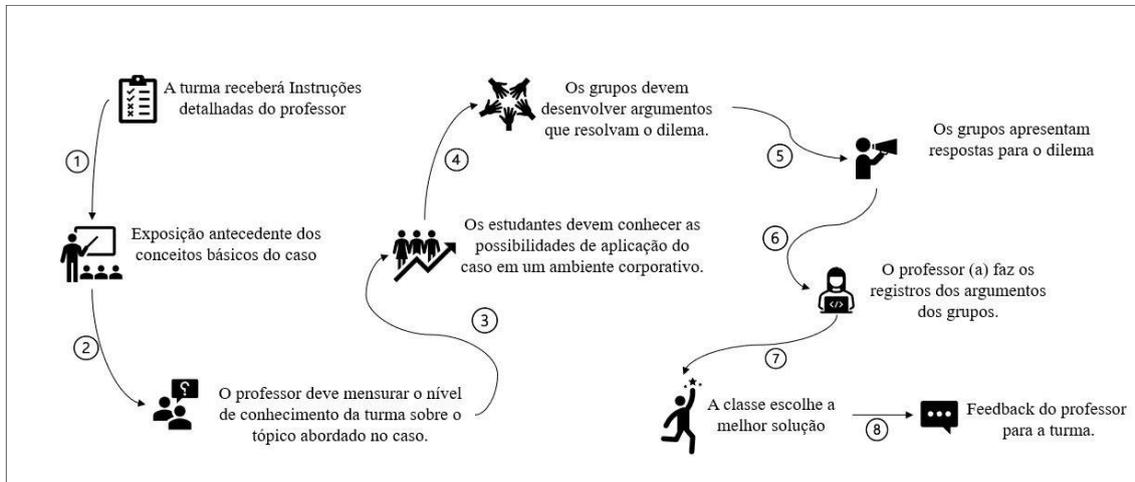
É interessante que o professor mensure o nível de conhecimento da classe acerca da literatura por meio de fichas elaboradas por ele contendo questões-chave sobre o tema. Os estudantes precisam conhecer as possibilidades de aplicação do caso em ambiente corporativo, para que melhor contextualizem o dilema e as soluções que encontrarão para ele. Também seria pertinente que o professor se certificasse de que os estudantes tenham compreendido o conceito de racionalidade limitada de Simon (1955), a partir de fichas individuais de leitura. Tais instrumentos podem ser adotados para que a classe julgue o que leu e que avalie suas competências básicas na área, o que poderá gerar um melhor aproveitamento do conteúdo ministrado em sala de aula. A classe deve ter ciência que deverá identificar argumentos que expliquem o dilema, que permitam sua resolução e que, por conseguinte, devem realizar leituras que possam fundamentar suas respostas. Isso também permitirá o registro do aprendizado individual, a análise da *performance* da classe, e de seus avanços e retrocessos em relação ao conteúdo programático da disciplina; o que irá corroborar para o diagnóstico geral do processo de ensino-aprendizado pelo professor.

Os estudantes também terão que saber defender seus argumentos perante a classe, o que exigirá que a aula seja planejada para permitir a exposição e a defesa das soluções encontradas por todos os grupos para o dilema. Para tanto, poderá ser organizado um debate. Nele o professor poderá figurar como o moderador responsável por subscrever e documentar os argumentos reportados pela classe, o que poderá ser feito por meio do quadro ou de ferramentas de compartilhamento de texto, se houver registro dos contatos eletrônicos de seus membros. No primeiro momento, e estando organizados em grupos, os estudantes apresentam suas respostas para o dilema, o professor registra as informações e acompanha as discussões no interior dos grupos. No segundo momento, será selecionada a melhor solução, que será aquela para a qual exista suporte na literatura e uma possibilidade real de aplicação em negócios. Essa seleção será realizada pela classe, sob orientação do professor, que também será responsável pelo *feedback* da atividade. O mapa abaixo (Figura 2) foi estruturado para organizar o desenvolvimento do caso, em consonância com a sequência descrita anteriormente.



Figura 2

Mapa de aula



Fonte: Elaborado pelos autores.

A sala de aula poderá ser organizada em grupos com número não superior a quatro componentes. A disposição da turma em grupos menores contribui para o ensaio de ideias e seu posterior debate. Estima-se que a aplicação do caso consuma 120 minutos em sala de aula (duas aulas com tempo de duração igual a 60 minutos cada), entre as instruções iniciais e o fechamento do caso pelo professor. Para aulas com duração não superior a 50 minutos, a situação-problema poderá ser solucionada em 100 minutos. Para tanto, sugere-se a leitura extraclasse do caso. Em linhas gerais, o professor poderá fazer constar em seu programa que os estudantes serão orientados a discutir o caso através de questões.

Discussão

É importante que os estudantes desenvolvam seus apontamentos durante a leitura dos textos recomendados pelo professor e que estejam preparados para o debate em sala de aula. Após o debate existirá uma resposta geral da classe para cada uma das questões, que poderá ser orientada em consonância com o disposto a seguir.

1. Qual é o efeito da emissão pública de recomendações de compra de ações por analistas *sell-side* no mercado?

Com base em Givoly e Lakonishok (1979), sabe-se que o mercado reage aos relatórios de analistas de mercado. À vista disso, a classe terá que reportar elementos no caso que sinalizem o impacto da emissão pública da recomendação de compra de ações da Volpi no mercado de ações brasileiro e elaborar as causas do aumento do volume de negociações das ações da companhia. Ademais, os estudantes podem investigar se há diferença na emissão de opinião entre analistas *sell-side* e analistas *buy-side*. Tais pontos poderão contribuir para avaliação da contribuição do relatório de Nori de Lucas para alteração do perfil de risco do fundo de investimento administrado por João Pedro, sem esquecer houve um acordo entre eles.



2. Como o comportamento de João Pedro interfere na composição da carteira de seu fundo de investimento?

É esperado que a os estudantes avaliem o comportamento de João Pedro a partir do estudo de Simon (1955). Do contrário, poderão incorrer em respostas simplistas para o que se percebe no caso. A participação de Nori de Lucas na teleconferência de resultados da Volpi gerou uma impressão global em João Pedro, que influenciou seu julgamento acerca do investimento na companhia e desencadeou a mudança do perfil de risco do fundo de investimento que administra. Tais escolhas foram realizadas como consequência de um erro de julgamento, que não se espera de um investidor experiente. Justamente por se tratar de um investidor institucional, com *expertise* e capacidade de processamento de informação, seria de se supor que João Pedro faria apenas escolhas racionais. Essa suposição deriva de uma *concepção errônea do comportamento humano*, nos termos de Simon (1955). João Pedro cometeu um erro de julgamento provavelmente em razão do efeito halo. Ao reconhecer a possibilidade, os estudantes poderão elaborar essa possibilidade com a leitura de Goldman, Cowles e Florez (1983).

3. Se há a possibilidade de alteração do comportamento de investimento em função do efeito halo, como tratar a influência negativa de sua ocorrência no julgamento de opções de investimento em ações?

Considerando-se que a composição da carteira do fundo de investimentos administrado por João Pedro pode ser afetada por seu comportamento, o desafio da classe será encontrar alternativas que diminuam o risco gerado no julgamento de investimentos em ações. Os estudantes terão que verificar se o efeito halo exerceu impacto no comportamento de João Pedro, descrevendo suas consequências observáveis. Também irá emergir a necessidade de avaliar se foi um caso isolado, ou se existe a possibilidade de que influencie o comportamento de investidores institucionais, de modo geral. Para proteger seus próprios interesses, é provável que Nori de Lucas tenha omitido informações relevantes acerca do desempenho da Volpi. Já que a boa cooperação com a companhia também gera resultados para os seus diretores. Até então, a classe já terá mapeado o comportamento de João Pedro. Ele resgatou a memória do primeiro contato com Nori ao julgar sua recomendação de compra de ações, ignorando o processo que habitualmente adotaria para escolha de investimentos. Sendo assim, resta formular alternativas para a influência do efeito halo nas interações entre investidores e analistas de mercado.

Referências

- Dyer, T. A. (2021). The demand for public information by local and nonlocal investors: evidence from investor-level data. *Journal of Accounting and Economics*, 72(1), 101417. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101417>
- Givoly, D., & Lakonishok, J. (1979). The information content of financial analysts' forecasts of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 1(3), 165-185. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(79\)90006-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(79)90006-5)
- Goldman, M., Cowles, M. D., & Florez, C. A. (1983). The halo effect of an initial impression upon speaker and audience. *The Journal of Social Psychology*, 120(2), 197-201. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1080/00224545.1983.9713212>



- Kirk, M. (2011). Research for sale: determinants and consequences of paid-for analyst research. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 182-200.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.11.002>
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Twedt, B., & Rees, L. (2012). Reading between the lines: an empirical examination of qualitative attributes of financial analysts' reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.10.010>
- Zhang, R. X. (2023). Do managers learn from institutional investors through direct interaction? *Journal of Financial Economics*, 75(2-3), 101554.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101554>