

# Liquidez. Longevidade. Legado.

Uma abordagem pragmática para o wealth management



# Índice

- 03 **Caro leitor**
- 04 **Apresentando os 3Ls**
- 06 **Além do risco-retorno**
- 11 **Benefícios da abordagem 3L**
- 15 **Gerenciamento das estratégias 3L**
  - 1 A estratégia de Liquidez
  - 2 A estratégia de Longevidade
  - 3 A estratégia de Legado
- 22 **Conclusão**
- 23 **Bibliografia e leituras relacionadas**
- 24 **Notas finais**

## **Autores**

**Michael Crook**  
michael.crook@ubs.com  
+1 212 649-8153

**Ronald Sutedja**  
ronald.sutedja@ubs.com  
+1 212 713-2812

**Jeff LeForge**  
jeff.leforge@ubs.com  
+1 212 882-5594

## **Contatos regionais do CIO**

**Américas**  
**Michael Crook**  
michael.crook@ubs.com  
+1 212 649-8153

**APAC**  
**Hartmut Issel**  
hartmut.issel@ubs.com  
+65 64958030

**Reino Unido**  
**Caroline Simmons**  
caroline.simmons@ubs.com  
+44 20756 78846

**Suíça**  
**Marianna Mamou**  
marianna.mamou@ubs.com  
+41-44-234 28 59

# Caro leitor,



Mark Haefele

Compreender seus valores e o que você quer conquistar na vida é essencial para a maneira como trabalhamos juntos no UBS. Investir é um empreendimento profundamente pessoal, e é por isso que sempre começamos com uma discussão sobre o que é realmente importante para você.

Neste white paper, o UBS CIO explica os fundamentos centrais da abordagem Liquidez. Longevidade. Legado. – como funciona, por que funciona e como pode ser gerenciada na prática.



Michael Crook,  
CAIA, CRPC

- 1 **Liquidez** para ajudar a manter seu estilo de vida.
- 2 **Longevidade** para ajudar a melhorar seu estilo de vida.
- 3 **Legado** para ajudar a melhorar a vida de outras pessoas.

Essa abordagem única para o wealth management ajuda você a entender claramente onde seu dinheiro é investido — e por quê. Por meio desse processo, você terá a tranquilidade de saber que tem tudo de que precisa — para hoje, amanhã e para as próximas gerações.

Mark Haefele  
Global Chief Investment Officer  
Wealth Management

Michael Crook, CAIA, CRPC  
Diretora de Estratégia de investimento das Américas  
UBS CIO, Global Wealth Management

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

# Apresentando os 3Ls

O plano financeiro de cada família é único, mas a maioria das estratégias de investimento é organizada de modo muito similar. Em vez de usar a "tolerância ao risco" como o principal fator de orientação, esta abordagem é construída sobre o alicerce dos seus objetivos financeiros. A abordagem Liquidez. Longevidade. Legado.<sup>1</sup> aloca o patrimônio da família em três estratégias, que chamamos de os 3Ls:<sup>2</sup>

## 1 Liquidez

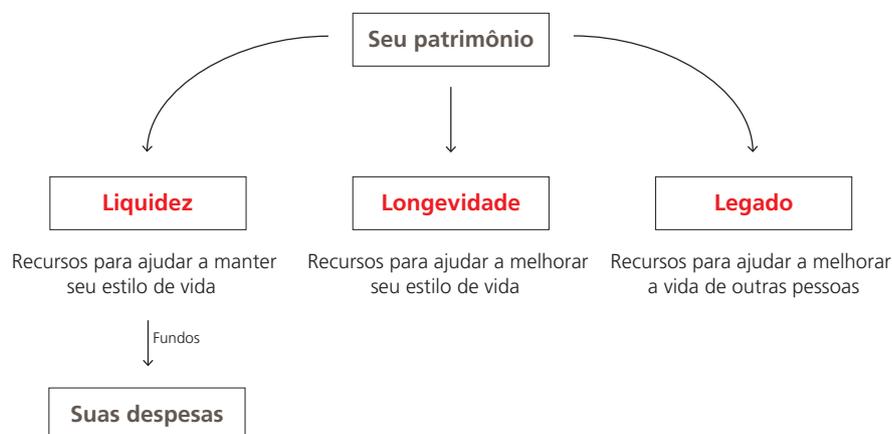
Os ativos na estratégia de Liquidez são alocados para corresponder às despesas a fim de fornecer fluxos de caixa estáveis e automáticos (ou quase automáticos) ao longo dos próximos dois a cinco anos. Por exemplo, os ativos de Liquidez de um aposentado podem incluir ativos de pensão, dinheiro e uma bond ladder de 3 anos que, somados, correspondem às despesas planejadas do aposentado. É importante ressaltar que não recomendamos manter mais de um ano de despesas em dinheiro, exceto em circunstâncias muito incomuns.

## 2 Longevidade

A estratégia de Longevidade é projetada e dimensionada para incluir todos os ativos e recursos que a família planeja usar ao longo do restante de suas vidas, o que fornece uma imagem clara de quanto custarão os objetivos de despesa futuros. Ela também deve ser gerenciada adequadamente para essa tarefa: uma carteira bem diversificada, atenta à inflação e que ao mesmo tempo gerencia o risco de quedas. Os ativos de Longevidade incluem ativos de aposentadoria, carteiras de investimento, plano de cuidado à saúde de longo prazo, residência essencial e ativos semelhantes. Com o tempo, esses ativos podem ser migrados para repor a estratégia de Liquidez.

## 3 Legado

A estratégia de Legado esclarece o quanto uma família pode fazer para melhorar a vida de outras pessoas, seja agora ou no futuro. Ela inclui ativos que excedem o que os membros da família precisam para atingir seus próprios objetivos de vida e, em geral, é o foco do planejamento sucessório. Carteiras de investimento na estratégia de Legado são tipicamente investidas de modo bastante agressivo, pois o horizonte de tempo associado à carteira geralmente pode ser medido em décadas e elas também podem incluir fundos de caridade, imóveis e recebíveis.

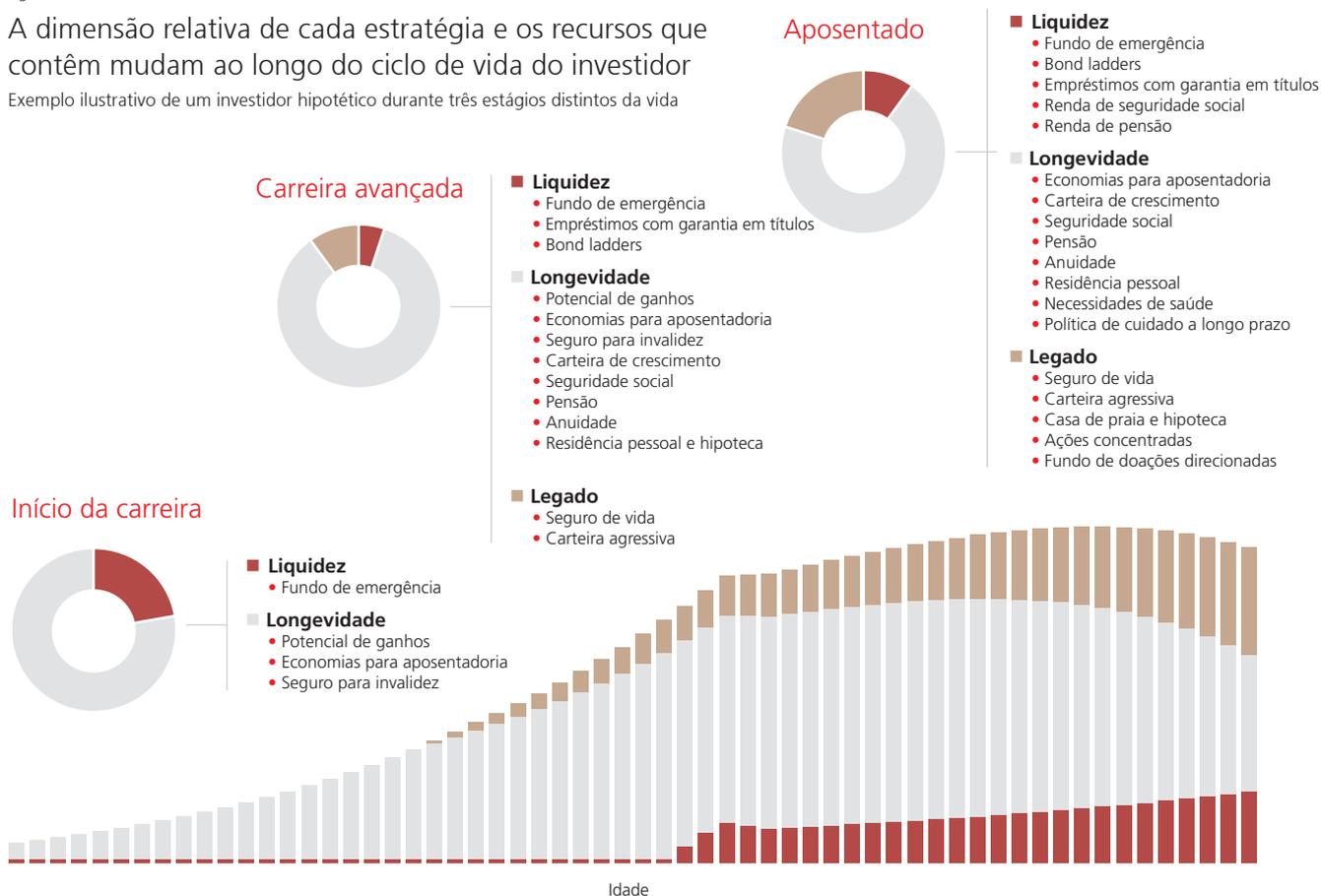


\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Fig. 1

A dimensão relativa de cada estratégia e os recursos que contêm mudam ao longo do ciclo de vida do investidor

Exemplo ilustrativo de um investidor hipotético durante três estágios distintos da vida



Fonte: UBS

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Basicamente, a abordagem 3L é um modelo para famílias que querem entender como elas podem alocar melhor todos os seus ativos e gerenciar o passivo de modo a ajudar que elas atinjam seus objetivos. Ela foi criada para permitir que todas as decisões financeiras envolvidas nas metas e nos objetivos específicos da família sejam tomadas com clareza.

O dimensionamento relativo de cada estratégia de Liquidez, Longevidade, Legado, muda ao longo do ciclo de vida de um investidor. Antes da aposentadoria, um investidor não manteria muitos ativos financeiros na estratégia de Liquidez, pois sua renda cobriria todas as despesas. A estratégia de Longevidade estaria sendo cumprida simultaneamente

por meio de economia e do crescimento, e a estratégia de Legado provavelmente ficaria vazia ao longo da maior parte desse período. O resultado natural é que quase todos os ativos do investidor seriam investidos na estratégia de Longevidade.

Mais perto da aposentadoria, a estratégia de Longevidade deve estar completamente financiada, e alguns ativos agora podem estar na estratégia de Legado. No entanto, os ativos destinados às despesas nos próximos anos também começam a ser transferidos para a estratégia de Liquidez, que tem um efeito natural de diminuição do risco da estratégia global.

Por fim, o investidor vai gastar lentamente seus ativos de Longevidade durante a aposentadoria. Ao mesmo tempo, os ativos de Legado são desembaraçados para que seus valores sejam apreciados. De fato, os investidores com ativos da estratégia de Legado significativos em relação à despesa vão perceber que o risco médio aumentará durante a aposentadoria, pois os ativos de Legado compreenderão uma parcela crescente dos ativos globais. Embora isso possa parecer conflitante com a sabedoria convencional, trata-se de algo razoavelmente intuitivo após a segmentação dos ativos usando essa estrutura. A **Figura 1** ilustra a evolução da segmentação dos ativos ao longo do tempo para um investidor hipotético.

# Além do risco-retorno

Em 1952, Harry Markowitz publicou o trabalho "Portfolio Selection" no periódico *The Journal of Finance*. Foi o primeiro artigo a apresentar os conceitos que, desde então, transformaram-se na chamada Modern Portfolio Theory (MPT, Teoria Moderna da Carteira). A premissa da MPT, de que a otimização da carteira é uma escolha entre o retorno médio e a variação (ou seja, risco) da carteira, é bem compreendida pelos investidores hoje. A principal contribuição da MPT é que, estimando as características de risco e retorno dos investimentos na carteira, bem como as correlações entre ativos, os investidores podem maximizar o retorno para um determinado nível de risco ou minimizar o risco para um nível desejado de retorno (ou seja, otimização de média-variância).

Além de fornecer a primeira estrutura quantitativa para alocação de uma carteira, a MPT ofereceu duas visões importantes para os investidores. A primeira, de que as decisões de investimento devem ser feitas no contexto de todos os outros ativos que são mantidos em uma carteira, é talvez um aspecto da seleção de investimentos que permanece subvalorizado por muitos investidores. A segunda visão, de que os acionistas podem reduzir o risco total diversificando suas participações, foi aceita mais amplamente.

Naturalmente, os acionistas há muito sabem que devem diversificar suas participações. No século IV, o rabino Isaac Bar Aha propôs que se deveria ter "um terço em terra, um terço em mercadorias e um terço à mão" (Talmude babilônico). Markowitz adicionou o suporte quantitativo e a precisão 1.600 anos após a visão fundamental do rabino.

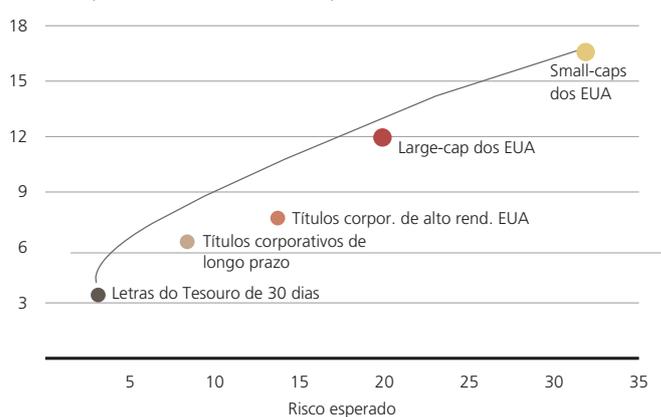
A MPT tem a vantagem adicional de realmente funcionar na prática — pelo menos ao longo de horizontes longos e em retrospectiva. A **Figura 2** ilustra as características de risco e de retorno de cinco classes principais de ativos entre 1926 e 2016. A linha é a fronteira eficiente ao longo do mesmo período — o conjunto de carteiras eficientes que teriam maximizado o retorno para um determinado nível de risco. Como a fronteira eficiente reside acima de todas as classes de ativos individuais (com exceção dos extremos), a diversificação dos ativos teria aumentado a eficiência da carteira.

Neste exemplo, utilizamos classes de ativos dos EUA simplesmente porque temos um histórico de dados para os EUA significativamente mais longa do que a maioria dos outros mercados financeiros, mas por um horizonte suficientemente longo, praticamente todas as classes de ativos apresentam um padrão semelhante.

Fig. 2

## Fronteira eficiente a longo prazo, 1925–2016

Retorno esperado (eixo vertical) e risco esperado (eixo horizontal), em%



Fonte: Morningstar Direct, UBS, em 31 de dezembro de 2016

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Fig. 3

Liquidez. Longevidade. Legado. combina o investimento orientado pelo passivo (LDI), o modelo de dotação do investimento, a finança comportamental e uma abordagem holística do balanço patrimonial.

Fundamentos teóricos da abordagem 3L

	Liquidez	Longevidade	Legado
<b>Finalidade</b>	Fornecer liquidez para despesas de curto prazo	Fornecer crescimento de ativos e cobertura de risco adequada para alcançar metas de vida	Crescimento de ativos legados
<b>Abordagem de investimento</b>	Correspondência de ativos-passivo	LDI do patrimônio total	Dotação tributável
<b>Dimensionamento</b>	Próximos três anos de fluxo de caixa	Com base em objetivos, idade	Excedente
<b>Avaliação de riscos</b>	Probabilidade de sucesso, relação de financiamento, risco excedente		Retorno ajustado ao risco em longo prazo
<b>Estrutura intelectual</b>	Merton, Samuelson, Kahneman, Thaler, Waring, Sharpe 2.0		Markowitz, Sharpe 1.0, Swensen

Fonte: UBS

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Mas há uma grande diferença em mostrar uma fronteira eficiente hipotética e voltada para o passado e prever uma fronteira eficiente com antecedência.<sup>3</sup> Há uma diferença ainda maior entre construir uma carteira eficiente e selecionar a carteira certa para uma família em particular, no momento certo do seu ciclo de vida. Acontece que o foco estreito na "otimização de carteiras" não levou à maximização de resultados para os investidores.

A abordagem 3L utiliza quatro avanços distintos, baseados nas percepções iniciais de Markowitz, que se afastam da noção de que a volatilidade cotidiana mede adequadamente o risco do investimento: O investimento orientado pelo passivo, o modelo de dotação do investimento, a finança comportamental e uma abordagem holística do balanço patrimonial. Acreditamos que cada um desses conceitos beneficia ainda mais os investidores quando comparados com a abordagem tradicional de Markowitz (**ver Fig. 3**).

### Investimento orientado pelo passivo

A premissa básica por trás do investimento orientado pelo passivo (LDI) é o distanciamento de uma abordagem centrada em ativos para uma que atribui pools de dinheiro para financiar despesas futuras específicas, ou *passivo*.<sup>4</sup> Em vez de se concentrar na volatilidade cotidiana como a principal medida de risco, uma abordagem orientada pelo passivo desenvolve uma carteira otimizada para ajudar a satisfazer o passivo futuro do investidor. O risco é redefinido como o não cumprimento desse passivo.

Os fundos de pensão são os principais usuários da abordagem LDI, e vimos esta estratégia funcionar muito bem com muitas dessas instituições. O sucesso do programa de investimentos de um plano de pensão é medido com base na probabilidade do cumprimento de seus passivos ter aumentado ou estar dentro da meta.

Conceitualmente, esse objetivo pode ser alcançado por meio da modelagem do passivo futuro como uma posição curta limitada na carteira. As despesas com aposentadoria, por exemplo, podem ser modeladas como uma posição curta em obrigações de tesouro protegidas da inflação (TIPS). A maioria das famílias tem metas e objetivos futuros que elas gostariam que seus ativos de investimento cumprissem. Custos de ensino superior, aquisição de uma casa, gastos com aposentadoria, férias e heranças são exemplos de gastos com valores em dólar bastante específicos e associados a determinados períodos. Desse modo, os investimentos podem ser feitos especificamente para ajudar a minimizar a volatilidade associada à concretização dessas metas.

Do ponto de vista técnico, o que realmente importa nessas situações é o excedente ou déficit da estratégia (os ativos menos o passivo), e não o nível absoluto de ativos ou a variação na carteira. Consequentemente, a função objetiva deve se deslocar da maximização dos ativos em relação à volatilidade da carteira para uma estratégia que maximiza o excedente no contexto da volatilidade do excedente.

Não importa a “tolerância ao risco” do indivíduo, investir fundos reservados para a mensalidade do ensino superior de um neto em uma carteira moderada faz muito pouco sentido se for preciso pagar a conta daqui a seis meses, mas pode ser perfeitamente racional se ainda faltarem sete anos para o ingresso na universidade. O mesmo pode ser dito, como muitos investidores infelizmente perceberam em 2008, sobre manter dinheiro necessário para os próximos dois anos de despesas de subsistência em uma carteira agressiva ou ativos ilíquidos.

A probabilidade de perda em qualquer ativo ou carteira depende do horizonte de tempo, o que significa que esse horizonte deve ter um impacto na definição da carteira de investimento adequada (**ver Fig. 4**). Nas economias desenvolvidas do mundo, a probabilidade de perda ao manter o dinheiro é quase nula em períodos curtos, como um ano. O mesmo não pode ser dito sobre ações. Ao longo dos últimos 90 anos, os detentores de ações perderam dinheiro (por

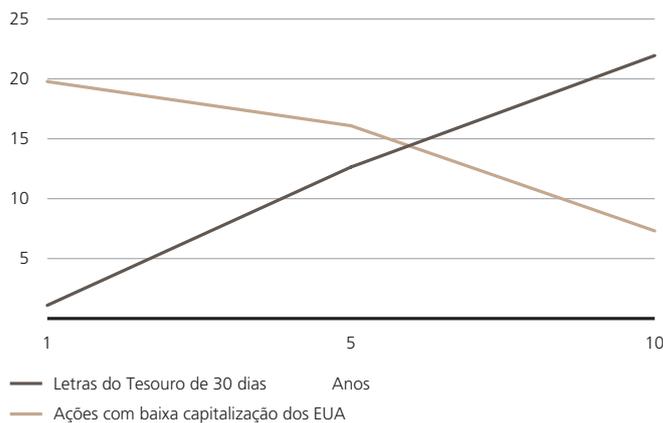
vezes, valores significativos) um quinto do tempo ao longo de períodos de um ano. O dinheiro normalmente é mais seguro do que as ações para os investidores de curto prazo.

Por outro lado, as conclusões mudam em períodos de décadas. Usando os dados dos EUA mais uma vez porque temos quase 100 anos de retorno em muitos ambientes de mercado, os investidores em ações perderam dinheiro, descontada a inflação, apenas em cerca de 10% do tempo nos casos em que mantiveram o investimento por pelo menos 10 anos. O dinheiro, na verdade, perdeu valor 22% do tempo quando mantido por 10 anos ou mais. Em períodos de mais de 20 anos, os investidores de capital dos EUA sempre tiveram retornos positivos ajustados pela inflação. Os piores retornos em 20 anos para ações dos EUA são quase tão bons quanto os melhores retornos em 20 anos do dinheiro. O horizonte de tempo é muito importante, e a otimização orientada pelo passivo conduz intuitivamente decisões dinâmicas que levam em conta todos esses fatores.

Fig. 4

### O dinheiro é mais seguro no curto prazo, mas as ações são mais seguras no longo prazo

Probabilidade (eixo vertical) de um aumento de 5% ajustado à inflação ou de perda maior ao longo de vários períodos de tempo (eixo horizontal), em %



Fonte: Morningstar Direct, UBS, em 31 de dezembro de 2016

É claro que indivíduos e famílias não são pensões. Muitos investidores individuais têm excedentes de fundos para cobrir os gastos futuros ao longo da vida e não precisam utilizar uma abordagem orientada pelo passivo para a totalidade dos ativos. A segmentação de ativos é uma solução viável. Na estrutura 3L, as estratégias de Liquidez e Longevidade trabalham em conjunto para formar uma estratégia de LDI. Já os ativos excedentes da família são mantidos separadamente na estratégia de Legado.

### O modelo de dotação

O modelo de dotação é um processo de investimento, popularizado pela dotação da Universidade de Yale (entre outros), que adota a orientação de valor, a iliquidez e uma abordagem oportunista como condutores de retornos superiores do investimento em longo prazo. A estratégia de Legado aproveita esse modelo, ajustado adequadamente para investidores tributáveis, como uma maneira de alcançar um desempenho superior em longo prazo após os impostos. Discutimos o gerenciamento de carteiras para a estratégia de Legado na **página 18**.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

## Finança comportamental

Em finanças e economia, assumimos que indivíduos e investidores se comportam racionalmente, como modelado por matemáticos e economistas. Mas a realidade é muito diferente. Informações sobre o desempenho futuro do mercado e a antecipação dele produzem fortes reações emocionais (ver Fig. 5). A excitação e o medo subsequente de perdas podem mudar drasticamente a disposição de curto prazo dos investidores de alocar seus ativos de forma efetiva, muitas vezes à custa de objetivos de longo prazo.

Por exemplo, o medo de uma queda do mercado pode fazer com que os investidores se tornem avessos ao risco e diminuam o risco em momentos em que deveriam investir. Por outro lado, a ansiedade associada com perdas em vendas, bem como o arrependimento associado ao reconhecimento de um possível erro de investimento, faz com que os investidores fiquem paralisados e mantenham uma posição que gera perdas em vez de reinvestir em uma alternativa melhor. Um momento de pânico vem em seguida, pois eles percebem que precisam agir, mas em vez de comprarem com desconto, eles vendem.

De maneira semelhante, dado um desempenho positivo sustentado, alguns investidores se empolgam com pequenos ganhos e vendem muito rapidamente, o que é chamado de efeito de disposição. Em outros casos, a ganância e o excesso de confiança assumem o controle, e muitos investidores frequentemente enfrentam dificuldades para vender ativos com alto desempenho e, em vez disso, optam por aumentar o risco das suas carteiras. Os exemplos incluem os investidores que aumentaram a exposição à tecnologia em dezembro de 1999 e a serviços financeiros em outubro de 2007, bem como os que venderam a exposição a ações em março de 2009. As emoções prevaleceram sobre a lógica e os fatos e levaram a um desempenho ruim.

Como nossas preferências de risco podem mudar com o tempo, a abordagem 3L ajuda a evitar erros subjetivos dispendiosos, especialmente durante os ambientes mais difíceis do mercado, oferecendo a tranquilidade de que os ativos reservados às necessidades de despesa de curto prazo estão isolados do risco do mercado. A estratégia

Fig. 5

## As emoções do investidor geralmente levam a ações contraproducentes

Ciclo ilustrativo do sentimento do investidor



Fonte: Fisher, G. S. (2014) Advising the Behavioral Investor: Lessons from the Real World (Assessoria ao Investidor Comportamental: Lições do mundo real), em Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing (Comportamento de investidor: A psicologia do planejamento financeiro e de investimentos) (eds H. K. Baker and V. Ricciardi), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA.

de Liquidez, que é dimensionada para ajudar a atender aos próximos 2 a 5 anos de necessidades de gastos, e contém ativos financeiros que são mais estáveis durante os períodos mercado em baixa. Isso ajuda os investidores a manter o foco, seguros de que as estratégias de Longevidade e Legado, investidas tendo em vista o crescimento no longo prazo, não serão utilizadas por muitos anos. Durante desacelerações do mercado, quando a maioria das decisões ruins de investimento é feita, essa tranquilidade é inestimável, mas também oferece benefícios tangíveis, pois aumenta a probabilidade de que a disciplina de investimento seja mantida durante períodos de tensão no mercado, macro e geopolítica.

Além disso, a estrutura 3L visa a transformar as tendências comportamentais de um obstáculo em uma vantagem. Por exemplo, a contabilidade mental descreve uma tendência que leva as pessoas a segmentarem seus ativos e suas metas de gastos em partes distintas e a tratarem essas partes de forma diferente, sem pensar no todo. Essa propensão pode levar a uma tomada de decisão aquém da ideal, como manter um saldo de cartão de crédito com uma taxa de juro de 15% quando ele poderia ser pago com um investimento que rende 2%. A estrutura 3L aproveita essa inclinação à segmentação, separando os ativos para ajudar a atender aos objetivos específicos de despesas. O resultado é uma estratégia de investimento intuitiva que cria uma conexão clara entre os ativos e os objetivos desses ativos.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

### Abordagem holística do balanço patrimonial

Os balanços patrimoniais tradicionais incluem os ativos tangíveis e o passivo de uma família. Os ativos podem incluir imóveis, ativos de previdência, participação societária, contas de corretagem e pensões. O passivo tende a se limitar a obrigações pendentes: Talvez uma hipoteca e outros tipos de dívidas.

Além dos ativos tangíveis, os indivíduos e as famílias têm ativos intangíveis e passivos que podem ser incluídos num balanço patrimonial holístico para fornecer um quadro mais completo da situação financeira da família **(ver Fig. 6)**.

Um ativo intangível extraordinariamente importante é o capital humano. Objetivamente, um cirurgião recém-formado de 30 anos de idade é mais rico do que alguém com 30 anos sem educação de nível superior ou emprego estável. Embora seja difícil quantificar o capital humano com um alto nível de precisão, compreender e contabilizar os atributos de risco gerais e o impacto no balanço patrimonial do capital humano pode impulsionar decisões melhores na alocação, como adquirir um seguro de invalidez para proteger o capital humano durante uma carreira.<sup>5</sup>

O passivo também pode ser expandido para incluir futuros objetivos de despesas, como a aquisição de uma segunda casa, a educação

de uma criança ou um neto e gastos com a aposentadoria. Essas despesas são um passivo futuro da família, semelhante aos pagamentos de hipoteca ou a outras dívidas. A estrutura 3L também permite que as famílias vejam claramente como estão usando o passivo, como hipotecas e empréstimos com garantias em títulos, para atingirem seus objetivos. Os exemplos incluem um empréstimo com garantias em títulos (SBL) utilizado como um ativo de Liquidez para cobrir um gasto inesperado que de outra forma teria exigido a venda de ativos de investimento e o pagamento de impostos adiáveis; ou uma hipoteca na estratégia de Longevidade para permitir que uma família compre uma casa para morar; ou uma hipoteca usada para comprar de modo mais eficiente um ativo de Legado, como uma casa de férias que fará parte de uma herança.

Uma vez que o balanço patrimonial total é composto, a comparação de ativos com o passivo fornece informações importantes. Se os ativos excederem o passivo, a família tem um excedente, ou uma margem de segurança, superior ao passivo. Se o passivo exceder os ativos, o déficit deve ser solucionado encontrando uma maneira de aumentar os ativos, de reduzir os gastos planejados ou de modificar a estratégia de investimento.

Fig. 6

## Os balanços patrimoniais incluem ativos (tangíveis e intangíveis) e passivos

Exemplo ilustrativo de um balanço patrimonial holístico antes e depois da aposentadoria

Antes da aposentadoria		Depois da aposentadoria	
Total de ativos	Total do passivo	Total de ativos	Total do passivo
<b>Liquidez</b> 5%	<b>Liquidez</b>	<b>Liquidez</b> 10%	<b>Liquidez</b>
Fundo de emergência (dinheiro)	Linhas de crédito disponíveis	Fundo de emergência (dinheiro)	Aumentos de capital de capital privado
		Renda fixa (3 anos)	Despesas de aposentadoria (3 anos)
		Renda de pensão	Despesas com saúde (3 anos)
		Renda vitalícia	Linhas de crédito disponíveis
<b>Longevidade</b> 85%	<b>Longevidade</b>	<b>Longevidade</b> 70%	<b>Longevidade</b>
Carteira de investimentos de Longevidade	Hipoteca	Carteira de Longevidade	Necessidades de gastos da aposentadoria
Planejamento da faculdade	Empréstimos	Plano de cuidado à saúde a longo prazo	Necessidades de saúde na aposentadoria
Plano de invalidez	Necessidades de gastos da aposentadoria	Pensão pública	Plano de saúde de longo prazo (LTC)
Pensão pública	Necessidades de saúde na aposentadoria	Previdência privada	
Previdência privada	Necessidades futuras de LTC	Anuidades	
Anuidades	Despesas com faculdade dos filhos	Residência pessoal	
Residência pessoal			
Capital humano			
<b>Legado</b> 10%	<b>Legado</b>	<b>Legado</b> 20%	<b>Legado</b>
Seguro de vida		Seguro de vida	Empréstimo para casa dos filhos
Carteira de investimentos de Legado		Carteira de Legado	Hipoteca de casa de férias
		Casa de férias	Compromissos de doação irrevogáveis
		Ações concentradas	Doação planejada
		Fundo de doações direcionadas	Imposto sobre a transmissão

Fonte: UBS

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

# Benefícios da abordagem 3L

## 1 Mostra um melhor desempenho em relação a outras abordagens

Um benefício fundamental da abordagem 3L é que ela ajuda o investidor a escolher a estratégia de alocação de ativos correta — no momento certo. Embora a escolha da alocação de ativos certa possa parecer trivial, ela não o é. Por exemplo, investidores frequentemente não contabilizam ativos como o capital humano ou a renda de pensão ao alocar a renda fixa e, portanto, possuem carteiras abaixo do ideal que contêm mais renda fixa do que precisam.

O impacto é real: estimamos que o aumento da parcela de capital de uma carteira em apenas 10 pontos percentuais em relação à renda fixa poderia levar a um aumento da média de retorno anual de 0,5%. Naturalmente, o risco tem de ser gerido de maneira adequada — um adicional de 0,5% por ano não vale a pena se sujeitar uma família a um risco de sequência no início da aposentadoria. O risco de sequência refere-se ao risco de que retornos muito negativos no início da aposentadoria afetarão o restante do plano de aposentadoria e colocarão a família em risco de ficar sem dinheiro. Essa é uma razão pela qual os 3Ls funcionam tão bem. A estratégia se ajusta naturalmente ao longo do ciclo de vida para aumentar ou diminuir o risco conforme apropriado.

Usamos a análise de Monte Carlo para comparar duas estratégias comuns de alocação com os 3Ls para um casal de 45 anos de idade: (1) uma estratégia de carteira estática equilibrada e (2) uma estratégia “100 menos a idade”. A análise de Monte Carlo fornece uma simulação de retornos de investimento, contribuições e retiradas que reproduz o que um investidor pode experimentar ao longo de anos e décadas. As simulações de Monte Carlo são uma parte vital do planejamento do investimento porque nos permitem explicar a variabilidade do retorno do investimento, fornecendo uma avaliação melhor da probabilidade de sucesso do investimento em vários ambientes diferentes de mercado.

Identificamos que a abordagem 3L leva a um aumento da superação de desempenho ajustada ao risco de cerca de 1% anualmente quando comparada a uma carteira estática equilibrada. O desempenho em relação a uma estratégia “100 menos a idade” é ainda mais

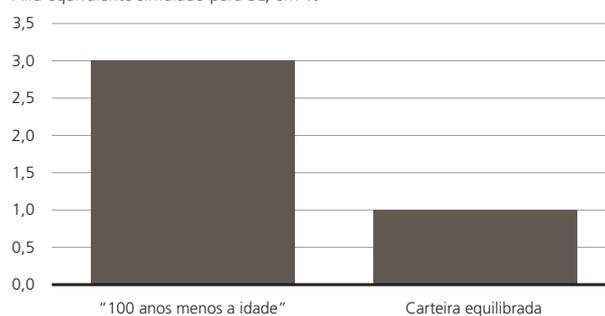
significativo: mais de 3% por ano, em média, principalmente porque o uso de uma estratégia “100 menos a idade” leva à construção de carteiras muito conservadoras quando o casal chega aos 50 e 60 anos (ver Fig. 7).

A principal razão pela qual a abordagem 3L tipicamente supera o desempenho é porque outras estratégias não abordam eficazmente as decisões financeiras que estão incorporadas nas metas e nos objetivos de uma família (por exemplo, gastos ao longo da vida). Pouca ou nenhuma distinção é feita entre os ativos que se destinam a ser usados hoje (por exemplo, a curto prazo) e os ativos que se destinam a ser usados em 10, 20 ou 30 anos (certamente não os ativos que provavelmente nunca serão usados durante a sua vida útil). As várias finalidades dos ativos financeiros tornam-se homogêneas e abstratas. Como resultado, as decisões de investimento e alocação estão desalinhadas com os objetivos da família e a capacidade de risco que, por sua vez, produz carteiras abaixo do ideal ao longo do tempo.

Fig. 7

A abordagem 3L mostra resultados mais favoráveis em relação a outras estratégias

Alfa equivalente simulado para 3L, em %



Obs.: resultados simulados para os cenários descritos no texto. O alfa equivalente é uma métrica de valor presente líquido que estima a superação de desempenho anual necessária para corresponder à estratégia 3L tendo como base o valor presente líquido. “100 menos a idade” é um ditado que sugere que o investidor ajusta anualmente sua alocação de ativos em ações de modo que seja igual a 100 menos sua idade. Por exemplo, uma pessoa com 65 anos de idade teria (100-65) 35% de sua carteira em ações. A “Carteira equilibrada” pressupõe uma alocação constante de 60% de ações/40% de títulos, independentemente da idade ou estágio na vida. Fonte: UBS, em 1º de agosto de 2017

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

## 2 Segmentação ajuda o gerenciamento durante os períodos de mercado em baixa.

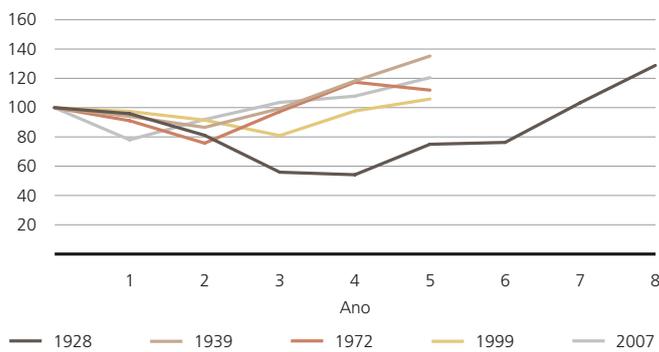
A maioria dos investidores odeia mercados em baixa, mas um mercado em baixa durante uma carreira em andamento tende a ser uma oportunidade importante de investir aproveitando um ponto mais baixo de preço. Mercados em baixa são emocionalmente difíceis, mas oferecem um alto crescimento gradativo do patrimônio a longo prazo.

Aposentados, e gestores de carteiras de aposentados, enfrentam um desafio mais difícil. Por definição, os aposentados não têm renda do mercado de trabalho para adicionar às carteiras durante um mercado em baixa. Eles estão fazendo o oposto, confiando nas suas carteiras para terem renda. Um mercado em baixa no início da aposentadoria, juntamente com distribuições da carteira, pode levar ao risco de sequência.

Fig. 8

### Maioria dos sell-offs (venda rápida) do mercado de ações é recuperada em menos de quatro anos

Drawdowns e períodos de recuperação (anos) para correções do mercado de ações dos EUA durante vários anos

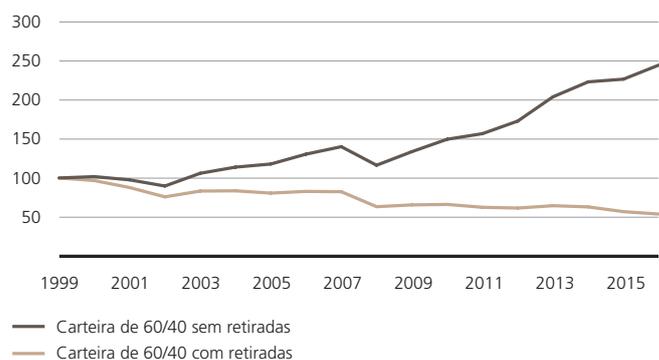


Fonte: Morningstar, UBS, em 31 de dezembro de 2016.

Fig. 9

### Carteiras de aposentados de 1999 experimentou risco de sequência negativa

Carteiras hipotéticas, 1999 – 2016



Fonte: Morningstar, UBS, em 31 de dezembro de 2016.

Por exemplo, os investidores enfrentaram cinco declínios do mercado de capitais nos EUA ao longo de vários anos nos últimos 90 anos. Esses declínios começaram em 1928, 1939, 1972, 1999 e 2007. A Grande Recessão, a era de declínio que começou em 1928, foi de longe a pior. Uma carteira de crescimento composta por 30% títulos do Tesouro dos EUA e 70% de ações dos EUA teria perdido metade do valor e não se recuperaria totalmente por sete anos. Os declínios de 1939, 1972, 1999 e 2007 foram menores em magnitude, mas ainda resultaram em drawdown das carteiras de 20–30% e levaram de três a quatro anos para atingirem a recuperação total (ver Fig. 8).

O crash da tecnologia, que começou em 2000, representou o exemplo mais recente de risco de sequência para os acionistas. Assumindo-se uma carteira de ações/títulos de 60/40 e uma distribuição inicial de 5% ajustada à inflação, as carteiras de 1999 dos aposentados perderam metade dos seus valores originais. Hoje, sem cortarem custos de despesas, os aposentados estão retirando 13% por ano (ver Fig. 9).

A abordagem 3L ajuda a evitar o risco de sequência, permitindo que os investidores gastem fora de sua estratégia de Liquidez durante drawdowns. Ao gastarem ativos de Liquidez, os investidores permitem que os ativos de risco mantidos na estratégia de Longevidade tenham tempo de se recuperar antes de ser necessário vendê-los para as necessidades de despesas. Se analisarmos os últimos 80 anos, nossa análise indica que a estratégia 3L teria acrescentado uma média de 0,25% ao alfa anual durante cada ciclo de mercado em baixa.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

### 3 Foco na eficiência tributária é fundamental

---

Do ponto de vista do gerenciamento de carteiras, um dos fatores mais importantes é a consciência tributária. Os retornos elevados antes dos impostos podem parecer muito piores depois que os impostos são pagos, e praticamente todos os investidores precisam considerar as nuances particulares do seu código fiscal aplicável a fim de maximizar os retornos depois dos impostos.

A segmentação de Liquidez, Longevidade e Legado oferece uma oportunidade de gerenciar uma carteira em um contexto fiscal baseado no uso final dos ativos. Em especial, os ativos de "Longevidade" e "Legado" podem ser investidos de diferentes formas se o tratamento fiscal final dos ativos também for diferente.

Por exemplo, segundo o direito tributário atual americano, os beneficiários recebem um aumento em termos de custo quando herdam ativos de Legado. O aumento significa que os beneficiários herdam os ativos com base no valor atual dos ativos, não com base no valor pelo qual os ativos foram originalmente adquiridos. A obrigação fiscal incorporada efetivamente desaparece no momento da transferência. Assim, esse "alfa de impostos" recebido no momento da transferência torna muito importante para os investidores americanos permitir que os ganhos de capital se acumulem em seus ativos legados e não utilizar gestores excessivamente ativos que incorrerão nesses ganhos de capital em vez de adiá-los.

Outros países e municípios exigirão técnicas diferentes, mas todos os investidores devem se concentrar nos retornos após impostos ao construir e gerenciar as suas carteiras de investimento. Além disso, o tratamento fiscal das pensões, rendimentos versus ganhos de capital, produtos de seguro de vida e vários tipos e estruturas de contas devem ser contabilizados. A abordagem 3L ajuda a reduzir a complexidade e permite que os investidores se concentrem na melhoria do tratamento fiscal com base nos objetivos para os ativos.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

## 4 Aplicar a finança comportamental pode ajudar a alcançar um desempenho melhor

---

Um dos mais conhecidos investidores do século passado, Benjamin Graham, observou que “o principal problema do investidor — e até mesmo seu pior inimigo — provavelmente é ele mesmo”. Os investidores negociam exageradamente, perseguem retornos, entram em pânico e geralmente compram na alta e vendem na baixa, resultando em desempenhos ruins.

Por exemplo, em “Trading is Hazardous to your Wealth”,<sup>6</sup> Brad Barber e Terrance Odean constataram que, em média, as famílias mudaram mais de 75% das suas carteiras de ações anualmente e tiveram um desempenho 1,5% inferior por ano. Nossa própria análise, focada nas decisões de compra e venda de investidores de fundos mútuos, identificou um desempenho anual 0,9% inferior dos investidores de fundo de ações em relação ao desempenho do próprio fundo, entre abril de 2007 e março de 2016. Para ser claro, o desempenho 0,9% inferior foi devido inteiramente à escolha inadequada de quando comprar e vender um fundo específico, não ao desempenho subjacente do próprio fundo. Embora alguns pesquisadores acreditem que a lacuna comportamental seja muito maior, nossa abordagem usa uma metodologia conservadora que leva em consideração o momento e a magnitude dos fluxos.

Uma forma de minimizar o risco relacionado ao custoso comportamento emocional é estabelecer uma abordagem de investimento disciplinada, como o reequilíbrio. Embora a venda de classes de ativos de alto desempenho e a compra de ativos de pior desempenho possa ser contraintuitiva, nossa análise mostra que estabelecer uma abordagem disciplinada de reequilíbrio dentro da estrutura 3L pode acrescentar um alfa adicional de 0,8% em anualmente.

A estrutura 3L não é uma panaceia para a solução de nossas predisposições emocionais, mas fornece um quadro concreto para a tomada de decisão a qual os investidores podem recorrer em tempos de tensão e agitação no mercado. Ao incorporar as principais decisões financeiras nas metas e nos objetivos específicos da família, em vez de tentar acertar o momento dos mercados, a estrutura fornece orientação para a ação durante períodos difíceis.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

# Gerenciamento das estratégias 3L

A parte final deste relatório fornece uma discussão aprofundada sobre como alocar e gerenciar as estratégias de Liquidez. Longevidade. Legado. A diferença entre gerenciar as estratégias de maneira correta ou incorreta pode ser significativa no que diz respeito ao cumprimento de objetivos e ao valor líquido.

## Você, sua família e as vidas de outras pessoas

Seus objetivos devem formar a base de quase todas as decisões de investimento e planejamento sucessório. Desenvolver e atualizar seus objetivos requer a ação deliberada de se perguntar o que seu estilo de vida desejado inclui e como você quer melhorar a vida de outras pessoas. Algumas metas, como reformar e vender sua casa, pagar uma faculdade ou doar para a caridade são fáceis de reconhecer. Outros objetivos, como garantir que problemas de saúde potenciais não sobrecarreguem seus filhos, podem ser mais obscuros.

Identificar metas e objetivos, não importa quão claros eles sejam, é como marcar pontos em um mapa. É uma necessidade para planejar um caminho adequado a seguir. A abordagem 3L usa esses pontos para alocar seus ativos e recursos de modo efetivo, ao longo do tempo, a fim de reduzir o papel da sorte no sucesso do investimento e ajudar você a tomar decisões melhores.

# 1 A estratégia de Liquidez

A estratégia de Liquidez contém ativos e recursos para ajudar a cumprir os próximos 2 a 5 anos de gastos.

<b>Finalidade</b>	Fornecer ativos e recursos para os próximos 2 a 5 anos de necessidades de gastos
<b>Dimensionamento</b>	Valor atual líquido da meta de despesas
<b>Taxa de desconto</b>	Equivalente a dinheiro local ou taxas de renda fixa de curto prazo
<b>ativos e recursos</b>	Dinheiro, equivalentes de caixa, renda fixa de alta qualidade, renda salarial, renda de pensão e renda vitalícia

A estratégia de Liquidez contém os ativos que uma família planeja usar para atender aos objetivos de despesas de curto prazo. Esta estratégia é um substituto para a renda externa. Os investidores não precisam manter ativos de investimento na estratégia de Liquidez (sem um fundo de emergência) se tiverem renda associada ao trabalho que atenda às necessidades cotidianas de despesas. Em geral, as famílias não usarão uma estratégia de Liquidez de maneira significativa até a aposentadoria. Na aposentadoria, a parcela de investimento na estratégia de Liquidez deve ser dimensionada para cobrir gastos que excedam a renda de pensões, anuidades e fontes de renda similares.

O correto dimensionamento da estratégia de Liquidez dependerá do risco assumido na estratégia de Longevidade. Como discutido na seção *Segmentação ajuda o gerenciamento durante os períodos de mercado em baixa*, queremos que a estratégia de Liquidez seja suficientemente dimensionada para reduzir o impacto de risco de sequência durante um mercado em baixa. De modo geral, investidores com uma carteira de renda ou rentabilidade na estratégia de Longevidade devem considerar uma previsão de dois anos de necessidades de despesas na estratégia de Liquidez. Já os investidores com uma carteira equilibrada na estratégia de Longevidade devem considerar uma previsão de três anos de necessidades de gastos na estratégia de Liquidez. Por sua vez, os investidores com uma carteira de crescimento na estratégia de Longevidade devem considerar uma previsão de quatro anos de necessidades de gastos na estratégia de Liquidez.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Em um ambiente de baixas taxas de juros, os investidores terão de financiar a estratégia de Liquidez com um valor total em dólares quase equivalente às necessidades de despesas. Embora a estratégia de Liquidez tenha uma baixa taxa de retorno, ela serve a um propósito muito importante ao fornecer uma fonte estável de renda para a família, bem como o nível de tranquilidade para manter mais riscos em outras carteiras. A estratégia da Longevidade é responsável por proporcionar crescimento. Misturar esses objetivos resulta em alocações abaixo do ideal. Por isso, recomendamos evitar investimentos de risco mais elevado e de retorno mais alto na carteira de Liquidez.

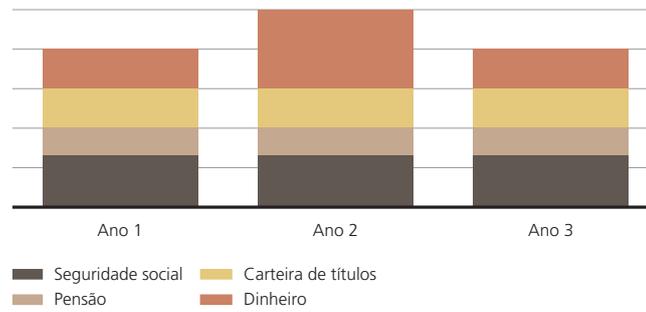
Nossa maneira preferida de construir a estratégia de Liquidez é manter um ano em dinheiro associado a uma bond ladder de três anos dimensionada para fornecer os ativos necessários para as despesas de acordo com o vencimento dos títulos **(ver Fig. 10)**.

Se disponível, fundos mútuos de títulos com maturidade definida e fundos negociados em bolsa oferecem uma alternativa para investidores que não querem gerenciar uma carteira de títulos individuais.<sup>7</sup> Esses fundos são explicitamente concebidos com uma data específica de vencimento, o que permite a um investidor construir uma bond ladder diversificada por meio da compra de um número limitado de fundos. Por exemplo, um investidor pode adquirir fundos com maturidade em 2018, 2019 e 2020 a fim de fornecer ativos para despesas no período de 2018 a 2020.

Fig. 10

### Ativos de liquidez devem corresponder aos gastos planejados

Gastos hipotéticos, por fonte de renda, ao longo de três anos



Fonte: UBS

Os fundos de títulos com maturidade definida oferecem o benefício da simplicidade, mas há desvantagens notáveis. Por exemplo, investidores em fundos de títulos não podem desfrutar de mais flexibilidade nas características da carteira e no momento da disponibilidade dos fluxos de caixa em uma bond ladder personalizada. Por outro lado, pode ser difícil conseguir uma diversificação suficiente por meio de compras de títulos individuais sem um pool de ativos grande. Os fundos de títulos oferecem uma maneira eficaz de ajudar a alcançar essa diversificação. Esses prós e contras devem ser levados em consideração ao decidir sobre a implementação.

As bond ladders não são a única maneira de criar uma estratégia de Liquidez. Os critérios mais importantes são que os ativos são líquidos e têm um elevado grau de estabilidade de preço. Embora possa ser tentador permitir a transferência de rendimentos para investimentos mais arriscados, uma estratégia de Liquidez tem um propósito — corresponder a renda e ativos seguros às necessidades de despesas — e deve ser gerida com esse objetivo em mente.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

## 2 A estratégia de Longevidade

A estratégia de Longevidade contém os ativos e recursos para as metas e os objetivos de vida da família.

<b>Finalidade</b>	Fornecer ativos e recursos para necessidades de gastos ao longo da vida (para os anos além da estratégia de Liquidez)
<b>Dimensionamento</b>	Valor atual líquido de gastos estimados ao longo da vida ou por meio de uma abordagem de simulação que calcula o valor necessário para uma alta probabilidade de sucesso
<b>Taxa de desconto</b>	Equivalente às taxas de juros de longo prazo
<b>Abordagem</b>	Carteiras de múltiplas classes de ativos. Os ativos incluem pensões, plano de invalidez e seguro de cuidados à saúde de longo prazo

A estratégia de longevidade mantém uma carteira com os ativos que a família planeja usar para despesas ao longo da vida. O dimensionamento dessa carteira é baseado nas despesas esperadas, o que significa que uma família que gasta USD 50.000 por ano manterá uma estratégia menor de Longevidade do que uma família que gasta USD 500.000 por ano. Uma pessoa com 80 anos de idade, em geral, terá uma estratégia menor de Longevidade do que alguém com 60 anos de idade que se aposentou há pouco.

Como o objetivo da estratégia de Longevidade é o crescimento a longo prazo, uma alocação moderadamente agressiva geralmente é apropriada. No entanto, alguns investidores escolherão manter carteiras mais ou menos arriscadas na estratégia de Longevidade. Há prós e contras. Uma estratégia de Longevidade mais conservadora significa essencialmente que a família terá de dedicar mais ativos às suas necessidades de despesa ao longo da vida. Já uma carteira mais agressiva aumenta a possibilidade de um drawdown sustentado. Nossa análise considera que uma carteira equilibrada aborda esses vários riscos quando associada a uma estratégia de Liquidez adequadamente dimensionada.

Antes da aposentadoria, um investidor pode ter quase todos os ativos investidos na estratégia de Longevidade. Mais perto da aposentadoria e no início da aposentadoria, a combinação das estratégias de Liquidez e de Longevidade resultará tipicamente em uma alocação bem diversificada global, que é apropriada para atenuar o risco de sequência. Devido à importância de se evitar o risco de sequência, estratégias de investimento e produtos projetados para reduzir a captura de desvantagens também são bons candidatos para a estratégia de Longevidade.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Do ponto de vista da alocação de ativos, o caixa ou a renda fixa de curto prazo geralmente não ajuda a atingir o objetivo da estratégia de Longevidade. Dinheiro e títulos de curta duração são arriscados para investidores de longo prazo, assim como títulos de longa duração são arriscados para investidores de curto prazo. Embora os títulos de longa duração tenham uma alta volatilidade de preços a curto prazo, os investidores têm um elevado grau de certeza quanto ao poder de compra que um título de longa duração vinculado à inflação oferecerá em algum momento no futuro. O mesmo não pode ser dito sobre uma posição de longo prazo em dinheiro.

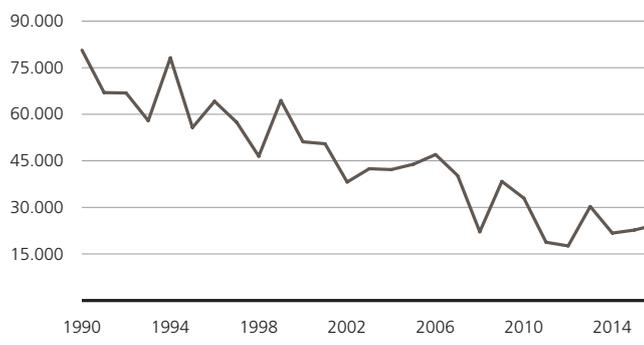
Por exemplo, em 2006, USD 1 milhão em dinheiro teria comprado cerca de USD 47.000 de renda para um investidor no mercado do Tesouro. Atualmente, esse mesmo USD 1 milhão em dinheiro só comprará cerca de USD 23.000 em renda anual devido a taxas de juros mais baixas (**ver Fig. 11**). Manter dinheiro — e aguardar para comprar títulos — em 2006 foi uma estratégia muito arriscada para um investidor que precisava de USD 50.000 de renda em 2017.

Igualmente importante, a estratégia de Longevidade é elaborada para incluir ativos não negociáveis, como o capital humano, pensões públicas e privadas, planos de cuidados à saúde de longo prazo, planos para invalidez, imóveis residenciais e quaisquer outros ativos que proporcionarão o bem-estar futuro dos membros da família ao longo das suas vidas.

Fig. 11

### O potencial de renda de USD 1 milhão diminuiu drasticamente

Rendimento anual da compra de USD 1 milhão de Letras do Tesouro em 10 anos de tesouraria, em USD



Fonte: Bloomberg, UBS, em 31 dezembro de 2016

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

# 3 A estratégia de Legado

A estratégia de Legado representa o excedente de uma família.

<b>Finalidade</b>	Heranças, filantropia e outras finalidades de planejamento sucessório legado
<b>Dimensionamento</b>	Ativos em excesso do que a família precisa para atingir metas de vida
<b>Taxa de desconto</b>	n/d
<b>Abordagem</b>	Modelo de dotação modificado, orientação para o valor com iliquidez premium

A estratégia de Legado representa o excedente de uma família. Quando as estratégias de liquidez e longevidade estão totalmente financiadas, os ativos em excesso são segregados em uma estratégia de Legado. Há razões importantes para essa segmentação, muitas das quais são relacionadas ao comportamento e ao investimento.

Acima de tudo, a segmentação de Legado oferece uma clareza em relação à maneira como a riqueza será utilizada. Ela permite que uma família olhe seu balanço patrimonial e saiba, com um alto grau de confiança, que as estratégias de Liquidez e de Longevidade têm os ativos que a família precisará para o restante de suas vidas. Esse ponto de vista é importante porque altera a mentalidade do investidor ao pensar sobre o risco na estratégia de Legado. Em vez de se preocupar com a volatilidade cotidiana, que tem muito pouca relevância em uma carteira que se destina a crescer ao longo de anos ou décadas, o investidor pode se concentrar em estratégias pacientes, que oferecem um desempenho superior a longo prazo após os impostos.

Um dos fatores mais importantes em uma estratégia de Legado é a transferência intergeracional eficaz. Como a estratégia de Legado deve ser alocada? Podemos seguir o exemplo de dotações bem-sucedidas de universidades, mas é necessário ajustar as estratégias para as consequências fiscais.<sup>8</sup> A dotação universitária média mantém uma carteira agressiva, com uma grande dotação para ativos ilíquidos (por exemplo, fundos de cobertura, capital privado e imóveis privados). Muitas dotações também são muito ativas no que diz respeito à gestão de suas carteiras de capital público.

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

Naturalmente, os investidores tributáveis precisam modificar a estratégia de dotação tradicional para otimizar os retornos após os impostos. Os códigos fiscais variam conforme o país e a localidade, mas, simplesmente, os retornos antes dos impostos podem parecer muito piores depois dos impostos **(veja a Fig. 12 para ter um exemplo baseado nos EUA).**

Além de selecionar a alocação de ativos apropriada para refletir seus objetivos de Legado, muitas famílias encontrarão sua estratégia de Legado preenchida por múltiplas estruturas (por exemplo, nos EUA, elas poderiam incluir financiado por doadores, trusts, fundações privadas, empresas privadas etc.) que têm objetivos específicos e necessitam de estratégias de investimento divergentes.

Fig. 12

### Retornos elevados podem parecer muito piores após os impostos

Retorno total em 15 anos e taxas de custos fiscais, em %

Classe de ativos	Retorno total anualizado	Taxa de custo fiscal	Retorno após impostos
Municipal de alto rendimento	4,39	0,00	4,38
Intermediário nacional municipal	3,68	0,04	3,56
Ações large-cap dos EUA	8,42	0,82	6,70
Imobiliário	9,99	1,66	7,69
Título corporativo	5,47	1,67	3,52
Título de mercados emergentes	9,57	2,45	6,56
Título de alto rendimento	7,83	2,55	4,97

\* A Morningstar calcula a taxa de custo de impostos doméstica em uma base mensal usando retornos ajustados por carga e impostos para diferentes períodos de tempo. A "taxa de custo de imposto" mede em quanto o retorno anualizado de um fundo é reduzido pelos impostos pagos pelos investidores em distribuições.  
Fonte: Morningstar Direct, UBS, em 10 de agosto de 2017

\* Os prazos podem variar. As estratégias estão sujeitas a metas, objetivos e adequação de cada cliente. Esta abordagem não é uma promessa ou garantia de que o patrimônio, ou quaisquer resultados financeiros, possam ser ou serão alcançados.

# Conclusão

Com base na nossa análise e observação, acreditamos que a abordagem de Liquidez. Longevidade. Legado. é altamente eficaz no gerenciamento do patrimônio familiar. Apresentamos uma visão técnico e comportamental sobre a abordagem neste relatório, mas nossa experiência prática forneceu provas adicionais.

Nos últimos 4 anos, aconselhamos e orientamos centenas de famílias sobre a abordagem 3L. Os resultados são promissores. Com a adoção da estrutura, muitos investidores perceberam que sua estratégia de Legado, previamente indefinida, merecia a maior parte da sua atenção. Outros investidores fizeram alterações em suas alocações de ativos para alinhar melhor seus investimentos a seus objetivos.

Em última análise, nosso objetivo é simples: auxiliar as famílias a entender a melhor maneira de usar seus ativos de modo a atingir seus objetivos. É uma abordagem pragmática para o wealth management. O que você deve fazer para manter seu estilo de vida atual? O que você deve fazer para melhorar seu estilo de vida atual? O que você deve fazer para melhorar a vida de outras pessoas? A abordagem 3L fornece as respostas para essas perguntas.

# Bibliografia e leituras relacionadas

Babylonian Talmud: Tractate Baba Mezi'a, folio 42a.

Baredes, Matthew and Michael Crook. "Frequently Asked Questions about Liability Driven Investing." Investment Strategy Insights, UBS, 2014.

Blanchett, David and P. Kaplan. "Alpha, Beta, and Now... Gamma." The Journal of Retirement, Vol. 1, No. 2 (2013), pp. 29-45.

Blanchett, David, and Philip Straehl. "No Portfolio is an Island." Financial Analysts Journal, Vol. 71, No. 3 (May/June 2015), pp. 15-33.

Chhabra, Ashvin B. "Beyond Markowitz: A Comprehensive Wealth Allocation Framework for Individual Investors." The Journal of Wealth Management, Vol. 7, No. 4 (2005), pp. 8-34. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925138>.

DeMiguel, V., L. Garlappi and R. Uppal. "Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?" Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 5 (2008), pp. 1915-1953.

Dichev, Iliya. "What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns." American Economic Review, Vol. 97, No. 1 (2007), pp. 386-401.

Graham, Benjamin and David Dodd. *The Intelligent Investor*. New York, NY: Harper & Brothers, 1949.

Huggert, Mark and Greg Kaplan. "How large is the stock component of human capital?" NBER Working Paper No. 21238, 2015.

Ibbotson, R., M.A. Milevsky, P. Chen, and K. Zhu. "Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance." The Research Foundation of the CFA Institute, 2007.

Leibowitz, Martin L. "Pension Asset Allocation Through Surplus Management." Financial Analysts Journal, Vol. 43, No. 2 (March/April 1987), pp. 29-40.

Leibowitz, Martin L., and Roy D. Henriksson. "Portfolio Optimization Within a Surplus Framework." Financial Analysts Journal, Vol. 44, No. 2 (March/April 1988), pp. 43-51.

Markowitz, H. M. "Portfolio selection," The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (1952), pp. 77-91.

Milevsky, Moshe. Are You a Stock or a Bond? Identify Your Own Human Capital for a Secure Financial Future, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: FT Press, 2013.

Pfau, Wade D., and Michael E. Kitces. "Reducing Retirement Risk with a Rising Equity Glide Path." Journal of Financial Planning, Vol. 27, No. 1 (2014), pp. 38-45.

Sharpe, William F., and Lawrence G. Tint. "Liabilities: A New Approach." Journal of Portfolio Management, Vol. 16, No. 2 (1990), pp. 5-10.

Sharpe, William F. "Budgeting and Monitoring Pension Fund Risk." Financial Analysts Journal, Vol. 58, No. 5 (September/October 2002), pp. 74-86

Thaler, Richard. "Mental Accounting Matters." Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 12, No. 3 (1999), pp. 183-206.

Tversky, Amos and Daniel Kahneman. "Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model." The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 4 (1991), pp 1039-1061.

Waring, M. Barton. "Liability-Relative Investing: Be Dual-Duration Matched and on the Surplus Efficient Frontier." Journal of Portfolio Management, Vol. 30, No. 4 (2004), pp. 8-20.

Waring, M. Barton. "Liability-Relative Investing II." Journal of Portfolio Management, Vol. 31, No. 1 (2004), pp. 40-53.

# Notas finais

- 1 Your Wealth & Life: Goals-Based Wealth Management, Q1, 2015.
- 2 Crook, Michael. "Total Wealth Allocation: Liquidity, Longevity, and Legacy," *The Journal of Wealth Management*, Winter 2015, Vol. 18, No. 3: pp. 18-26 DOI: 10.3905/jwm.2015.18.3.018
- 3 DeMiguel V., L. Garlappi and R. Uppal (2008), Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?, *Review of Financial Studies*, 1915-1953
- 4 Leibowitz (1987), Leibowitz, Martin L, and Henriksson (1988), Sharpe and Tint (1990) are important foundational articles. More recently, Waring (2004a) and Waring (2004b) are fully-developed explorations of liability relative allocation policies for pension funds.
- 5 Ibbotson et al (2007), Milevsky (2012), Blanchett and Straehl (2015) and Huggett and Kaplan (2015) provide a good background in regard to quantifying the size and characteristics of human capital.
- 6 Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *Journal of Finance* 55, 773–806.
- 7 For more information see Perlman, David. "Exchange-traded funds: Target maturity ETFs," UBS WMA, February 13, 2015.
- 8 Geddes, Patrick and Goldberg, Lisa R. and Bianchi, Stephen W., "What Would Yale Do If It Were Taxable?" (June 8, 2014). *Financial Analysts Journal*, Vol. 71, No. 4, 2015. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447403> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447403>

# Isenção de responsabilidade

As edições de pesquisa do Chief Investment Office UBS Global Wealth Management, antes conhecido como CIO Wealth Management Research, são publicadas pelo UBS Global Wealth Management, Divisão de negócios do UBS AG ou uma afiliada (coletivamente, UBS). Em determinados países, o UBS AG é chamado de UBS SA. Esta publicação é somente para sua informação e não deve ser considerada como uma oferta, ou uma solicitação de oferta, para compra ou venda de investimentos ou outro produto específico. A análise contida aqui não constitui uma recomendação pessoal ou leva em consideração objetivos de investimento particulares, estratégias de investimento, situação e necessidades financeiras de um determinado beneficiário. Ela é baseada em várias hipóteses. Diferentes hipóteses podem resultar em resultados significativamente diferentes. Recomendamos que você receba aconselhamento financeiro e/ou fiscal com relação às implicações (incluindo impostos) de investir na maneira descrita ou nos produtos aqui mencionados. Determinados serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais e não podem ser oferecidos mundialmente de forma irrestrita e/ou podem não estar qualificados para venda a todos os investidores. Todas as informações e opiniões expressas neste documento foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e de boa-fé, mas nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita sobre sua exatidão ou plenitude (além das divulgações relacionadas ao UBS e seus afiliados). Todas as informações, opiniões e preços indicados têm validade somente na data deste relatório e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. As opiniões expressas aqui podem divergir ou ser contrárias àquelas expressas por outras divisões ou áreas de negócios do UBS como resultado do uso de diferentes hipóteses e/ou critérios. A qualquer momento, as decisões de investimento (incluindo a compra, venda ou detenção de valores mobiliários) tomadas pelo UBS e seus funcionários podem ser diferentes ou contrárias às opiniões expressas em publicações de pesquisa do UBS. Talvez alguns investimentos não possam ser realizados prontamente, tendo em vista que o mercado de valores mobiliários é ilíquido e, por isso, a valorização do investimento e a identificação do risco ao qual você é exposto podem ser difíceis de quantificar. O UBS depende de barreiras de informações para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas do UBS, para outras áreas, unidades, divisões ou afiliadas do UBS. A negociação com opções e futuros é considerada de risco. O desempenho passado de um investimento não é garantia do seu desempenho futuro. Alguns investimentos podem estar sujeitos a grandes quedas repentinas em termos de valor nesse caso será possível que você receba menos do que o investido ou seja solicitado a fazer mais pagamentos. As mudanças nas taxas de FX podem ter um efeito adverso sobre o preço, o valor ou a renda de um investimento. Este relatório é destinado à distribuição apenas sob tais circunstâncias, conforme permitido pela lei aplicável.

Distribuído a cidadãos e residentes nos EUA pelo UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, subsidiários do UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Deutschland AG, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS são afiliados do UBS AG. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico é subsidiário do UBS Financial Services Inc. O UBS Financial Services Inc. assume responsabilidade pelo conteúdo de um relatório preparado por um afiliado não americano ao distribuir relatórios a cidadãos dos EUA. Todas as transações feitas por um cidadão ou residente nos EUA nos valores mobiliários mencionados neste relatório devem ser realizadas por meio de uma corretora registrada nos EUA afiliada do UBS, e não por meio de uma afiliada não americana. O conteúdo deste relatório não foi e não será aprovado por nenhuma autoridade de valores mobiliários ou investimento nos Estados Unidos ou em outro local. O UBS Financial Services Inc. não age como conselheiro municipal para nenhuma entidade municipal ou indivíduo obrigado na aceção da Seção 15B do Securities Exchange Act (a "Lei de Conselho Municipal"), e as opiniões ou pontos de vista aqui contidos não se destinam a ser, e nem constituem, consultoria na aceção da Lei de Conselho Municipal.

O UBS especificamente proíbe a redistribuição ou reprodução deste material, no todo ou em parte, sem a permissão prévia por escrito do UBS. O UBS não se responsabiliza de nenhuma forma por qualquer redistribuição deste documento ou seu conteúdo por terceiros.

Versão de abril de 2018.

© UBS 2018. O símbolo de chave e UBS estão entre as marcas comerciais registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.

## Detalhes da publicação

### **Editora**

UBS Financial Services Inc.  
CIO Americas, Wealth Management  
1285 Avenue of the Americas, 20th Floor  
Nova York, NY 10019

Este relatório foi originalmente publicado em 13 de setembro de 2017 e atualizado em 20 de agosto de 2018.

### **Editor-chefe**

Michael Crook

### **Autores primários**

Michael Crook

### **Editores**

Kate Hazelwood

### **Contribuidores**

(em ordem alfabética)

Kiran Ganesh

Jeff LeForge

Mike Ryan

Ronald Sutedja

### **Gerenciamento de projeto**

John Collura

Paul Leeming

Matt Siegel

### **Design do relatório**

Candice Stern

### **Suporte gráfico**

Cognizant Group – Basavaraj Gudihal,  
Srinivas Addugula, Pavan Mekala  
e Virender Negi

